

## Tilburg University

### Beschouwingen over weerstandsvermogen en financieele reorganisatie van ondernemingen

Meij, J.L.

*Publication date:*  
1946

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Meij, J. L. (1946). *Beschouwingen over weerstandsvermogen en financieele reorganisatie van ondernemingen*. Elsevier.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

BESCHOUWINGEN OVER  
WEERSTANDSVERMOGEN EN  
FINANCIEELE REORGANISATIE  
VAN ONDERNEMINGEN

DOOR

J. L. MEIJ JR















BESCHOUWINGEN OVER  
WEERSTANDSVERMOGEN  
EN FINANCIEELE REORGANISATIE  
VAN ONDERNEMINGEN



# BESCHOUWINGEN OVER WEERSTANDSVERMOGEN EN FINANCIËELE REORGANISATIE VAN ONDERNEMINGEN

## PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DEN GRAAD VAN DOCTOR  
IN DE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN AAN DE  
KATHOLIEKE ECONOMISCHE HOOGESCHOOL TE  
TILBURG, OP GEZAG VAN DEN RECTOR MAGNIFICUS,  
Dr M. J. H. COBBENHAGEN, HOOGLEERAAR IN DE  
ECONOMIE, IN HET OPENBAAR TE VERDEDIGEN IN  
HET GEBOUW DER HOOGESCHOOL OP DONDERDAG  
21 MAART 1946 DES NAMIDDAGS TE 4 UUR

DOOR

JACOB LOUIS MEIJ

GEBOREN TE AMSTERDAM

26  
E 117



Katholieke Universiteit Brabant	
Bandnummer	918459
Signatuur	130940

ELSEVIER

AMSTERDAM BRUSSEL LONDEN NEW-YORK

1946



32314

*Aan mijn vrouw*  
*Aan mijn zoons*



## VOORWOORD

Bij het voltooiën van het proefschrift is het mij een behoefte, mijn dank uit te spreken allereerst jegens U, Hooggeleerde Van Berkum, voor den steun, dien ik bij dezen arbeid van U mocht ondervinden.

Hoewel het reeds geruimen tijd geleden is, dat ik mijn studie beëindigde, ben ik eveneens dank verschuldigd aan U Hoogleeraren der Nederlandsch Economische Hoogeschool te Rotterdam, voor de leiding, die ik destijds van U mocht ontvangen.

Promotor: Professor Dr P. P. van Berkum

---



# INHOUD

	Blz.
INLEIDENDE BESCHOUWINGEN . . . . .	11

## HOOFDSTUK I

### FINANCIEELE MOEILIKHEDEN EN HAAR OORZAKEN

§ 1. Financiële moeilijkheden allereerst een gevolg van verkeerden financiële opzet . . . . .	14
§ 2. Fouten in het financiële beleid als oorzaken voor financiële moeilijkheden . . . . .	15
§ 3. Oorzaken voor financiële moeilijkheden gelegen in het bedrijf en zijn organisatie; constitutieve en dispositieve gebreken. . . . .	16
§ 4. Vergelijking van de hierboven besproken oorzaken en samenvatting	17

## HOOFDSTUK II

### ECONOMISCHE BETEKENIS VAN MISLUKKING VAN ONDERNEMINGEN

§ 1. Beteekenis van het intact houden van het kapitaal; kapitaal- handhaving en inkomen . . . . .	21
§ 2. Kapitaalvernietiging en verkeerde investering . . . . .	23
§ 3. Financieringsfouten en kapitaalvernietiging . . . . .	25
§ 4. Bepaling van de grootte van het kapitaalverlies; het kapitaal- verlies bij reorganisatie van Nederlandsche industriële onder- nemingen . . . . .	27
§ 5. Nadere beschouwing van de geconstateerde verliezen; bedrijfs- verliezen en taxatieverliezen . . . . .	29
§ 6. De verliezen der Java-suikerindustrie . . . . .	31

## HOOFDSTUK III

### DE FINANCIERING VAN DE ONDERNEMING EN HAAR WEERSTANDSVERMOGEN

§ 1. Eischen voor doelmatige financiering; handhaving der liquiditeit	34
§ 2. Mogelijkheid van liquiditeitshandhaving bij partieele en totale financiering . . . . .	36
§ 3. Keus tusschen partieele en totale financiering een vraagstuk van kosten . . . . .	37
§ 4. Dynamische verhoudingen en haar beteekenis voor de finan- ciering van de onderneming . . . . .	38
§ 5. Voordeelen van totale financiering beoordeeld vanuit dynamische verhoudingen . . . . .	40

	Blz.
§ 6. Voordeelen van partieele financiering onder dynamische invloeden	42
§ 7. Grenzen voor het gebruik van vreemd vermogen . . . . .	43
§ 8. Beteekenis van reserve-activa bij partieele financiering . . . .	45
§ 9. Nadere toetsing van onze conclusies . . . . .	47
§ 10. Noodzakelijkheid, niet alleen een tekort, maar ook zooveel mogelijk overvloed van vermogen te vermijden . . . . .	53
§ 11. Garanties vergeleken met reserve-activa . . . . .	54
§ 12. Samenvatting . . . . .	57

## HOOFDSTUK IV

### DE VERSTERKING VAN HET WEERSTANDSVERMOGEN VAN DE ONDERNEMING

§ 1. Weerstandsvermogen en beheer . . . . .	59
§ 2. Vorming van reserves en weerstandsvermogen . . . . .	60
§ 3. De beteekenis van de gevolgde dividendpolitiek voor het weerstandsvermogen van de onderneming . . . . .	63
§ 4. De oorzaak van de „Verrentung” van het aandeel en daarmee samenhangende verschijnselen . . . . .	64
§ 5. Enkele gegevens betreffende de veranderende verhouding van obligaties en aandelen in de financiële structuur der ondernemingen . . . . .	66
§ 6. Weerstandsvermogen en credietwaardigheid . . . . .	68
§ 7. Maatregelen van organisatorischen aard vergeleken met financieel-politieke . . . . .	69

## HOOFDSTUK V

### VERANDERINGEN IN FINANCIEELE STRUCTUUR EN WEERSTANDSVERMOGEN DER ONDERNEMINGEN, IN HET BIJZONDER DER NEDERLANDSCHE INDUSTRIE

§ 1. Beteekenis van het onderzoek naar veranderingen in de financiële structuur der ondernemingen . . . . .	71
§ 2. Het onderzoek naar veranderingen in den financiëleen status der ondernemingen in de bestaande literatuur; beteekenis daarvan voor ons probleem . . . . .	72
§ 3. Beschrijving van ons eigen onderzoek; redenen van beperking daarbij . . . . .	72
§ 4. De verschuivingen in activa en passiva op de balansen der onderzochte ondernemingen . . . . .	74
§ 5. Veranderingen in de onderlinge verhoudingen van bepaalde groepen van activa en passiva . . . . .	77
§ 6. Gecombineerde cijfers der gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen per bedrijfstak; de invloed van het conjunctuurverloop . . . . .	80
§ 7. De plaats van obligatie-leening en andere vaste-rentedragende schuld in de vermogensstructuur bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen . . . . .	93
§ 8. De afschrijvingen bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen . . . . .	96



## HOOFDSTUK VI

### ONTSTAAN EN BETEKENIS VAN HET VRAAGSTUK DER FINANCIEELE REORGANISATIE

- § 1. Financiële reorganisatie en ontwikkeling van de onpersoonlijke onderneming . . . . . 98
- § 2. Financiële reorganisatie als bijzonder financieringsprobleem. Reorganisatie en herkapitalisatie . . . . . 99
- § 3. Economische betekenis van reorganisatie; reorganisatie en liquidatie . . . . . 101

## HOOFDSTUK VII

### ALGEMEEN-ECONOMISCHE ASPECTEN VAN FINANCIEELE REORGANISATIE. FINANCIEELE REORGANISATIE EN CONTINUÏTEIT

- § 1. Financiële reorganisatie en de z.g. wet der continuïteit . . . . 104
- § 2. Nadere bepaling van het begrip déconfiture . . . . . 105
- § 3. Economische mislukking en reorganisatie . . . . . 107
- § 4. De economische rationaliteit van reorganisatie in verband met de noodzakelijkheid van aantrekking van nieuw vermogen . . . 108
- § 5. Moeilijkheden, gelegen in de bepaling van het rendement, dat de geldgevers verlangen . . . . . 110
- § 6. Reorganisatie en liquidatie; onderwaardeering der activa bij reorganisatie . . . . . 111

## HOOFDSTUK VIII

### DE FINANCIEELE REORGANISATIE ALS SANEERINGSPROCES

- § 1. Financiële reorganisatie en saneering . . . . . 114
- § 2. Nadere beschouwing van de relatie tusschen vermogen, omzet, kosten en rente . . . . . 114
- § 3. De verhouding van vermogen, omzet, kosten en rente en de financiële reorganisatie . . . . . 116
- § 4. Financiële reorganisatie als middel tot saneering van de liquiditeit 119
- § 5. Het aantrekken van nieuw vermogen; tweërlei functie van het nieuwe vermogen . . . . . 122

## HOOFDSTUK IX

### HET VRAAGSTUK VAN DE VERDEELING VAN VOORDEELEN EN LASTEN AAN DE REORGANISATIE VERBONDEN

- § 1. Financiële structuur en financieel beheer als middelen tot versterking van het weerstandsvermogen, vergeleken met financiële reorganisatie . . . . . 124
- § 2. Het ethisch-juridisch moment in de financiële reorganisatie. De reductie van de rechten der bij de reorganisatie betrokkenen . . 128

	Blz.
§ 3. De offers bij de reorganisatie te brengen. . . . .	134
§ 4. De afwijkingen van het beginsel der liquidatie-rangorde en de compensaties, die daarbij worden verleend . . . . .	135
§ 5. De afwijkingen van de „rule of absolute priority” op zichzelf geen reden tot toekennen van compensaties. . . . .	138
§ 6. Mogelijkheid van een rechtvaardige verlaging van ieders aanspraken. Ontwikkeling van enkele beginselen hiervoor en de mogelijkheid van hun verwezenlijking . . . . .	140
BIJLAGEN I, II, III, IV, V, VI. . . . .	149



## INLEIDENDE BESCHOUWINGEN

Kan de literatuur over de financiële reorganisatie in het algemeen niet bepaald rijk worden genoemd, het vraagstuk is in Nederland zelfs vrij stiefmoederlijk behandeld<sup>1)</sup>.

Naast een aantal tijdschrift-artikelen, waarin het onderwerp wordt besproken, hebben we slechts één werk, dat in het bijzonder aan het reorganisatie-probleem is gewijd, nl. het in 1928 verschenen proefschrift van Dr H. A. E. Kramer: „Reorganisatie van Naamlooze Vennootschappen in Nederland”, dat de voornaamste financiële reconstructies uit de periode 1920—1926 behandelt<sup>2)</sup>.

De enkele jaren na deze periode intredende conjuncturomslag en vooral de daarop gevolgde langdurige depressie hebben weer tot een zeer groot aantal reorganisaties aanleiding gegeven. De groote hoeveelheid materiaal, die daardoor in de laatste vijftien jaar beschikbaar is gekomen, zou misschien op zichzelf reeds het opnieuw aan de orde stellen van het reorganisatie-vraagstuk wettigen. Voor ons is dit niet de voornaamste reden geweest. Het werk van Kramer, waarvoor wij intusschen zeer veel waardeering hebben, geeft een systematische beschrijving en classificatie van de in de periode 1920—1926 plaats gehad hebbende reorganisaties en een zeer leerzame bespreking van de verschillende belangen, die bij de uitvoering van een reorganisatieplan betrokken zijn. Het doel, dat wij ons met deze studie voor oogen hebben gesteld, is een ander.

De economische beteekenis van de financiële reorganisatie in het licht te stellen en daarbij in het bijzonder na te gaan in hoeverre de *financieele structuur* en het *financieele beheer* de onderneming kan behoeden voor financiële moeilijkheden en reorganisatie, is in het bijzonder de opzet van deze studie. Wij hopen op deze wijze te kunnen bijdragen tot aanvulling en verdieping van de leer van de financiering, zooals die tot nog toe in de bedrijfseconomische literatuur is ontwikkeld.

De studie van de financiële mislukkingen en van het reorganisatie-verschijnsel dwingt tot een meer dynamische behandeling van het financieringsprobleem, zij concentreert de aandacht op het dynamische element daarin.

De financiële structuur van de onderneming moet zoodanig zijn, dat zij geenerlei beletsel vormt voor economisch rationeele maatregelen, noch een stimulans tot economisch onverantwoorde daden.

Eerst wordt nu nagegaan, welke de oorzaken en consequenties zijn van mislukking van ondernemingen. Vervolgens, hoe de onderneming in haar financieelen opzet en haar

<sup>1)</sup> Een uitzondering vormt tot op zekere hoogte de Amerikaansche literatuur. De algemeene werken over het financieringsvraagstuk zooals A. S. Dewing: *Financial Policy of Corporations*, New York 1920, E. E. Lincoln: *Applied Business Finance*, Chicago/New York 1923, A. L. Bishop: *The Financing of Business Enterprise*, New York/Londen 1929, geven gewoonlijk ook een hoofdstuk, gewijd aan de financiële reorganisatie. Bovendien vinden we daar te lande op het gebied van de spoorweg-reorganisaties een vrij omvangrijke literatuur. In al deze studies wordt echter vooral de nadruk gelegd op de techniek van de reorganisatie-procedure.

<sup>2)</sup> Diss. Rotterdam 1928/9.



financieel beheer middelen heeft om mislukking te voorkomen of althans de gevolgen van die mislukking, de déconfiture, af te wenden.

Daarna, hoe financieele reconstructie de onderneming de mogelijkheid kan geven haar bedrijf weer voort te zetten en in hoeverre een dergelijke reorganisatie verantwoord is.

In een samenvattende beschouwing worden ten slotte de bij reorganisatie getroffen regelingen aan normen van economische doelmatigheid en rechtvaardigheid getoetst.

Hoewel wij verschillende der door Kramer besproken reorganisaties niet voorbijgegaan zijn en van de resultaten van zijn onderzoek in bepaalde gevallen gebruik hebben gemaakt, hebben wij ons eigen onderzoek voornamelijk gericht op die ondernemingen, die na 1926 tot reorganisatie zijn overgegaan. Wij hebben ons verder beperkt, in hoofdzaak althans, tot de industriele ondernemingen. De voorwaarden waaronder ons onderzoek moest plaats vinden, dwongen allereerst tot een beperking. De industriele sector van ons bedrijfsleven bleek daarbij voor ons doel de belangrijkste. Niettemin zijn de resultaten van ons onderzoek in het algemeen ook voor de andere onderdeelen van ons bedrijfsleven van beteekenis. Voor zoover daarover uit anderer onderzoekingen ons resultaten ter beschikking stonden, hebben we die in onze beschouwingen betrokken.

Hoewel aldus door ons financieele reorganisatie in verband gebracht wordt met, en min of meer als een gevolg wordt gezien van financieele mislukking, moet worden opgemerkt, dat niet elk falen van de onderneming tot een financieele reorganisatie aanleiding zal geven. Niet elke maatregel ook tot saneering kan, zooals uit onze begripsomschrijving voldoende blijkt, als financieele reorganisatie worden bestempeld.

Omgekeerd zijn niet alle reorganisaties een uitvloeisel van financieele mislukking. In het bijzonder is dit niet het geval met die reorganisaties, die uitsluitend voortvloeien uit correcties, die men op de boekwaarde der activa wenscht aan te brengen. Meestal staat die wensch echter niet op zichzelf, althans niet indien hij tot zoo'n ingrijpenden maatregel als financieele reconstructie aanleiding geeft.

In het kader van onze probleemstelling bleek het eveneens noodzakelijk, de in hetzelfde tijdvak niet gereorganiseerde ondernemingen te beschouwen. Vergelijking toch van gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen zal ons moeten leeren, in hoeverre de financiering het weerstandsvermogen van de onderneming beïnvloedt.

Zoo zal dus deze studie gericht zijn op het verstaan van het financieele leven van de onderneming en van zijn mislukkingen. Niet in de eerste plaats om deze feiten te beschrijven, maar om ze te verklaren in het licht van de financieringstheorie. Van de algemeene grondslagen van de leer der financiering zal daarbij moeten uitgegaan worden. „Von vornherein die Probleme des Wirtschaftsprozesses in allgemeinen Form zu stellen und ihre theoretische Behandlung einzuleiten ist, . . . nötig, um die Zusammenhänge der Wirtschaft zu finden" <sup>1)</sup>).

Voor ons probleem is echter de wijze, waarop het vraagstuk van de financiering in onze literatuur behandeld wordt, niet geheel bruikbaar. We zullen daarom ook eenige critische en aanvullende beschouwingen over het financieringsprobleem in het algemeen moeten geven.

Bovendien beteekent de financieele reorganisatie een ingrijpen in de financieele structuur van de onderneming. We moeten dus ons bezig houden met de eischen, die aan

<sup>1)</sup> W. Eucken: Grundlagen der Nationalökonomie, 2e Aufl. Jena 1941 blz. 44.



die financieele structuur moeten worden gesteld en ten slotte ook met andere maatregelen, die daarop invloed uitoefenen.

Beschouwingen van algemeen-theoretischen aard zullen dus moeten voorafgaan aan de behandeling van de onderzochte gevallen. De theorie zal ons in staat moeten stellen, het beschikbare materiaal zoodanig te bewerken, dat de samenhang der feiten aan het licht treedt. En ten slotte zal deze toepassing van de theorie op de verklaring der waargenomen verschijnselen, weer kunnen bijdragen tot haar verdieping en uitbouw.

## HOOFDSTUK I

### FINANCIEELE MOEILIKHEDEN EN HAAR OORZAKEN

#### § 1. *Financieele moeilijkheden allereerst een gevolg van verkeerden financieelen opzet.*

Overeenkomstig den opzet van ons werk zullen we ons thans eerst verdiepen in de verschillende ziektoestanden, die zich in het bestaan van de onderneming voordoen. Vervolgens zullen we nagaan welke consequenties aan het falen van de onderneming in financieel opzicht verbonden zijn en hoe financieele mislukking kan worden voorkomen, om ten slotte na te gaan, in hoeverre en onder welke voorwaarden hier financieele reorganisatie noodzakelijk wordt.

Wanneer we het verdienstelijke werk van Fleege-Althoff <sup>1)</sup>, waarvan tot heden nog slechts het eerste deel verscheen, uitzonderen, ontbreekt in de bedrijfseconomische literatuur een systematische beschrijving van de onderscheiden gevallen van mislukking, die zich in het leven der ondernemingen kunnen voordoen. Voor ons doel meenen we de door Fleege-Althoff toegepaste systematiek niet te moeten overnemen.

De ziektoestand, waarin een onderneming kan komen te verkeerren, kan in het algemeen tot twee onderscheiden groepen van oorzaken worden teruggebracht. In de eerste plaats kan hij voortspruiten uit een verkeerden financieelen opzet. Deze onjuiste financiering kan zich voordoen, zoowel bij oprichting van de onderneming als bij haar latere uitbreiding. Eveneens en misschien daar wel in het bijzonder, kunnen financieringsfouten gemaakt zijn bij samenvoeging van een aantal kleinere ondernemingen tot een grootere combinatie. Deze mislukking is dus een gevolg van een kortzichtige politiek bij den financieelen opzet, een politiek, die de winstmogelijkheden en vooral de stabiliteit der winsten te zeer heeft overschat. Het kiezen van den weg van den minsten weerstand bij de financiering, heeft vaak tot de hier bedoelde moeilijkheden aanleiding gegeven.

Er kunnen zich ook gevallen voordoen, dat de financiering beheerscht wordt door wenschen of eischen, die tegen de belangen van de onderneming ingaan. Een belangwekkend voorbeeld hiervan vinden we, bij de consolidatie van de met behulp van bankcrediet gefinancierde uitbreidingen. De mogelijkheid, dat hier de belangen van de bank niet strooken met die van de onderneming is niet uitgesloten. De bank heeft het crediet gewoonlijk verstrekt in den vorm van een voorschot in rekening-courant en kan het op elk moment terugvorderen. Wanneer nu de bank het noodig oordeelt, kan zij van de onderneming verlangen, dat deze laatste overgaat tot een emissie. De bank heeft er nu in de eerste plaats belang bij, dat die emissie slaagt, immers uit de opbrengst daarvan moet het verleende crediet worden afgelost. Zij zal dus ervoor zorgen, dat aard en koers van de uit te geven waarden zoodanig is, dat de grootst mogelijke kans op plaatsing wordt verkregen. De mogelijkheid, dat een dergelijke emissie te zware lasten op de onderneming legt en dus ondoelmatig is uit een oogpunt van financiering, is niet uitgesloten. De onder-

<sup>1)</sup> Fr. Fleege-Althoff: Die notleidende Unternehmung. 1er Band. Stuttgart 1930.



neming kan zich, gebonden als zij is aan hare verplichting het verleende crediet te allen tijde op vordering van de bank af te lossen, niet tegen het door de bank bepaalde tijdstip of den door haar gewenschten vorm der emissie verzetten.

De kans op ondoelmatige financiering bij consolidatie van het door de bank verleende anticipatie-crediet is wel een van de grootste bezwaren van deze wijze van expansie-financiering <sup>1)</sup>.

Bekend is, dat ook bij de financiering der Amerikaansche Spoorwegen juist het ondoelmatig gebruik van obligaties, bij vele dezer instellingen tot moeilijkheden heeft geleid. Velen zijn van meening, dat de meeste spoorwegondernemingen niet in financieelen moeilijkheden zouden zijn geraakt, indien de oprichters de bedrijven niet in zoo belangrijke mate met vaste rentelasten hadden bezwaard.

De promotors van de groote industrieele consolidaties hebben in mindere mate van vaste-rentedragende obligaties gebruik gemaakt. Niettemin waren van de 24 ondernemingen, waarvan Dewing <sup>2)</sup> de reorganisatie heeft beschreven, er 18, die obligaties hadden uitstaan. Ook hier treffen we dus weer een overschatting zoowel van de grootte als van de stabiliteit der winsten aan. Voornamelijk om de rentabiliteit van het veelal sterk verwaterde aandeelenvermogen te vergrooten, gaat men er toe over een groot deel van de vermogensbehoefte door obligatieleeningen te dekken. Wanneer deze vaste rentelasten eenmaal bestaan, vormen zij weer een bron van nieuwe financieringsfouten. Het crediet van de onderneming zou in sterke mate worden geschokt, als zij de rente op de uitstaande obligaties niet op tijd zou betalen. We zien dan ook, dat de onderneming hiermee doorgaat, ook al ontbreken de winsten of zijn ze ontoereikend. Om de rente te kunnen voldoen, worden de vlottende schulden — handelscrediteuren en bank — vergroot. De onmogelijkheid om deze laatste af te lossen, is meestal de aanleiding tot de déconfiture.

## § 2. *Fouten in het financieel beleid als oorzaken voor financieele moeilijkheden.*

De door Dewing besproken ondernemingen, welke geen vaste rentelasten hadden te dragen, zagen haar vlottende schulden in belangrijke mate toenemen, als gevolg van het feit, dat haar bestuurders ondanks ongunstige bedrijfsresultaten toch dividend bleven uitkeeren. Hier hebben we dus niet te maken met een constitutioneele financieringsfout, doch met een fout van het voor de dividendpolitiek verantwoordelijke beheer. De overwegingen, welke het bestuur van een onderneming er toe kunnen brengen dividenden te declareeren zonder dat ze zijn verdiend, zijn uiteraard nogal uiteenlopend. In de eerste plaats heeft, wanneer regelmatig dividend wordt uitgekeerd, het bestuur geen inmenging van de zijde der aandeelhouders in beheersaangelegenheden en geen critiek op zijn beleid te duchten. De aandeelhouders beginnen eerst „lastig” te worden, indien het dividend wordt gepasseerd, of het voorgestelde percentage buiten verwachting laag is.

<sup>1)</sup> Aan het einde der hoogconjunctuur, in de z.g. spanningsperiode („Periode des Kapitalsmangels” zooals Spiethoff zegt) kan zelfs de mogelijkheid tot consolidatie geheel ontbreken. Indien de bank dan het crediet opvraagt, is de onderneming veelal niet meer te redden. Zentner: Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung Berlin/Wien 1932, keert zich om die reden scherp tegen het anticipatie-crediet van de banken. Hij acht het anticipatie-crediet een gevaar voor de industrie-liquiditeit. Blz. 117 e.v.

We komen op dit punt nader terug in een volgend hoofdstuk.

<sup>2)</sup> A. S. Dewing. Corporate Promotions and Reorganizations. Cambridge (Mass.) 1914.



Een tweede reden kan gelegen zijn in den wensch van het bestuur den koers der aandelen in gunstigen zin te beïnvloeden. Een koersdaling van de aandelen kan ook van de zijde van andere geldgevers ongewenschte reacties teweeg brengen. Men denke bijv. aan de mogelijke reactie van deposanten op een eenigszins geprononceerde daling van den koers der aandelen eener bank.

Indien gedeeltelijk gefinancierd werd met cumulatief preferente aandelen, zal het bestuur van een onderneming eveneens neiging hebben de uitkeering van dividend zoo lang mogelijk voort te zetten, teneinde cumulatie van achterstallig dividend te voorkomen <sup>1)</sup>.

Bij consolidaties komt bovendien nog een andere fout veelvuldig voor. De waarde van de ingebrachte activa wordt nl. veelal te hoog gewaardeerd. Hoewel daardoor op zichzelf nog niet direct financieele moeilijkheden kunnen ontstaan, kan het bedrijf van de onderneming dientengevolge — en wel in het bijzonder door te hooge afschrijvingen — onvoldoende rendabel of zelfs verliesgevend schijnen. Bij de Amerikaansche consolidaties was dit inderdaad een der belangrijkste oorzaken, waardoor na samensmelting de rentabiliteit belangrijk beneden de verwachtingen bleef.

Een typisch voorbeeld van een te hooge waardeering bij inbreng, die bij de reorganisatie werd gecorrigeerd, vonden we bij den inbreng van Wilton's Scheepswerf en Machinefabriek in Wilton's Dok en Werfmaatschappij. <sup>2)</sup>

Zoo kan dus ondoelmatige financieele structuur en een onvoorzichtig financieel beleid een economisch rationeel bedrijf in zoodanige moeilijkheden brengen, dat reorganisatie moet worden overwogen of zelfs tot liquidatie moet worden overgegaan <sup>3)</sup>.

### § 3. *Oorzaken voor financieele moeilijkheden gelegen in het bedrijf en zijn organisatie; constitutieve en dispositieve gebreken.*

Een tweede groep van onderling weer uiteenlopende oorzaken is gelegen in het bedrijf en zijn organisatie zelf. Is bij het optreden van de eerste oorzaak het bedrijf een economisch rationeele schakel in het maatschappelijk productieproces, in het tweede geval kan dit niet steeds worden gezegd. De vraag, of het bedrijf economisch rationeel functioneert, kan onder de huidige verhoudingen in het algemeen slechts na vergelijking van kosten en opbrengsten worden beantwoord. Economisch rationeel is een bedrijf, dat in de opbrengst van zijn goederen of diensten een volledige vergoeding ontvangt voor de in zijn productie-proces gebrachte offers. Tot die offers moeten ook worden gerekend het beschikbaar stellen van vermogen en van ondernemersarbeid.

Het feit, dat die offers niet worden vergoed, kan financieele moeilijkheden doen ontstaan, die tot reorganisatie dwingen.

<sup>1)</sup> „... the continued payment of interest or dividends in excess of earnings can have only one outcome however succesful the policy may appear to be for a short period” merkt Dewing op. *The Financial Policy of Corporations* New York 1920, blz. 25.

<sup>2)</sup> f 1.250.000.— aandelen N.V. Wilton's Machinefabriek en Scheepswerf werden in 1921 tegen 2000 % ingebracht in de N.V. Wilton's Dok- en Werfmaatschappij. De bovenbedoelde reorganisatie had in 1924 plaats.

<sup>3)</sup> We willen met het bovenstaande niet zeggen dat elk gebruik van obligaties te veroordeelen is en evenmin dat stabilisatie van de dividend-uitkeeringen steeds nadeelige gevolgen zal hebben. Men zal zich echter rekenschap moeten geven van de consequenties, die aan deze vormen en maatregelen verbonden zijn. We stellen deze vraag in hoofdstuk IV aan de orde.



Uit de omstandigheid, dat de onderneming de in haar productieproces gebrachte offers niet volledig vergoed krijgt, mag echter nog niet worden geconcludeerd, dat haar bedrijf moet verdwijnen. We moeten ons eerst rekenschap geven van de vraag, welke oorzaken dezen toestand in het leven hebben geroepen. Hieruit volgt de noodzakelijkheid deze groep van oorzaken nader te ontleden. We zouden ze weer in twee groepen kunnen splitsen, en wel in de eerste plaats oorzaken, die in den opzet van het bedrijf gelegen zijn, constitutioneele oorzaken dus, en in de tweede plaats oorzaken, die tijdens zijn functionneeren optreden.

Tot de eerste groep rekenen we dan allereerst een ondoelmatigen technischen opzet en organisatie, en vervolgens ondoelmatige organisatie van de leiding. Eveneens tot deze groep is te rekenen een onjuiste keuze van de vestigingsplaats.

Bij de tweede groep van oorzaken moeten we in de eerste plaats denken aan ondoelmatig beheer. Fouten in de dagelijksche leiding van het bedrijf kunnen zich op zeer uiteenlopende gebieden voordoen. Wij wijzen slechts op verkeerde disposities — Fehldispositionen — van de directie met betrekking tot inkoop, productie of verkoop. Onvoldoende contrôle op de efficiency in de uitvoering kan eveneens een oorzaak van een negatief bedrijfsresultaat worden.

Gebreken in calculatie en administratieve verantwoording kunnen leiden tot onjuiste maatregelen, vooreerst m.b.t. de verkooppolitiek, maar vervolgens ook t.a.v. de winstuitkeering. Ook bij juiste administratie kan een verkeerde verkooppolitiek de onderneming in moeilijkheden brengen. Evenzoo een dividendpolitiek, die met de werkelijke grootte der gemaakte winsten geen rekening houdt. In deze beide laatste gevallen zou men echter weer kunnen spreken van fouten in het beheer.

#### § 4. *Vergelijking van de hierboven besproken oorzaken en samenvatting.*

In de hierboven besproken gevallen is het bedrijf op zichzelf economisch rationeel. De moeilijkheden ontstaan door gebreken in de financiering, de technische organisatie of het beheer. Er is hier dus alle reden om maatregelen tot instandhouding van het bedrijf te nemen.

Liggen de oorzaken van het mislukken der onderneming uitsluitend in haar financiering, dan ligt de financieele reorganisatie voor de hand. Nadat de daartoe vereischte maatregelen genomen zijn en dus de financieele structuur aangepast is aan de vermogensbehoeften, welke het bedrijf stelt, zullen de moeilijkheden verdwenen zijn. Het zou op zichzelf niet noodzakelijk zijn, dat met een dergelijke reorganisatie werd gewacht, totdat zich acute moeilijkheden voordoen. Integendeel, men zou de reorganisatie beter ten uitvoer kunnen leggen in tijden, dat de onderneming haar financieele verplichtingen nog zonder bezwaar kan nakomen. Indien zich echter nog geen moeilijkheden hebben voorgedaan, zullen de geldgevers er moeilijk van te overtuigen zijn, dat wijziging in de financieele structuur der onderneming noodzakelijk is. Vooral indien die wijziging van hen meer of minder belangrijke offers vergt.

Indien de onderneming tengevolge van organisatorische gebreken of beheersfouten in moeilijkheden is geraakt, is de financieele reorganisatie niet primair. Vooraf dienen dan maatregelen te worden genomen, om de organisatie te verbeteren en de fouten in het beheer in de toekomst te vermijden. Niettemin zal een financieele reorganisatie in deze gevallen veelal eveneens onvermijdelijk zijn.

De door organisatorische fouten of verkeerd beheer veroorzaakte verliezen brengen



op zichzelf een wijziging in het vermogen der onderneming te weeg. Immers de totale koopkracht, die in de kapitaalgoederen der onderneming is opgesloten, is tengevolge van die verliezen belangrijk kleiner geworden dan de nominale grootte van de aanspraken der gezamenlijke vermogensverschaffers. Er moeten dus maatregelen worden genomen om die aanspraken te verkleinen, en aldus het evenwicht te herstellen tusschen de totale vermogenswaarde van het kapitaalgoederencomplex der onderneming eenerzijds en de nominale aanspraken der vermogensverschaffers anderzijds. Deze maatregelen zijn noodig afgezien nog van het feit, dat aantrekking van nieuw vermogen tot herstel van het door de geleden verliezen aangetaste kapitaalgoederen-complex noodzakelijk kan zijn. Immers, geleden verliezen zullen in het algemeen — afgezien van het geval van algemeene prijsdaling — niet alleen het vermogen, maar ook het complex kapitaalgoederen der bedrijfshuishouding aantasten.

Zijn de financiële moeilijkheden van de onderneming te danken aan het ontbreken van voldoende afzetmogelijkheid voor haar producten, dan rijst de vraag, of het wel verdedigbaar is, dat maatregelen genomen worden om de onderneming in staat te stellen haar bedrijf voort te zetten. Immers ook bij doelmatige organisatie en goed beheer zal hier de opbrengst der producten nog geen voldoende vergoeding voor de gebrachte offers opleveren.

We moeten hier echter scherp onderscheid maken tusschen tijdelijk ongunstige marktverhoudingen en het duurzaam ontbreken van afzetmogelijkheid. Indien in het eerste geval reorganisatie noodzakelijk wordt, is dit veelal een gevolg van een verkeerden financieelen opzet, of van onjuist financieel beleid in de voorafgaande jaren. De financiering moet zoodanig zijn, dat het bedrijf in tijden van ongunstige conjunctuur niet direct in moeilijkheden komt. Wanneer hier tot reorganisatie wordt overgegaan, hebben we dus slechts te doen met het herstel van een onjuiste financiële structuur. In de meeste gevallen openbaren zich de financieringsfouten eerst in tijden van laagconjunctuur; tijdens de hoogconjunctuur zijn de winsten zoo hoog, dat daaruit de op de onderneming drukkende financiële lasten nog wel kunnen worden voldaan.

Het duurzaam ontbreken van afzetmogelijkheid tot loonende prijzen schijnt op het eerste gezicht slechts te kunnen leiden tot liquidatie. Het bedrijf is als schakel in de maatschappelijke voortbrenging van geen nut. Dit neemt echter niet weg, dat in een groot aantal gevallen zal moeten overwogen worden of tijdelijke voortzetting van het productieproces nog zin heeft. Bovendien kan de vraag worden gesteld, of de bestaande organisatie niet beter kan worden veranderd en gericht op andere verwante productieprocessen, dan wel in meer beperkten omvang kan worden voortgezet. In de meeste gevallen zal bij de overweging van het alternatief reorganisatie of liquidatie, de beslissing toch ten gunste van de eerste mogelijkheid uitvallen.

Bij het duurzaam ontbreken van voldoende afzetmogelijkheid voor de producten, zullen met de financiële reorganisatie ingrijpende wijzigingen in het bedrijf gepaard moeten gaan. Zonder deze heeft ook de financiële reorganisatie geen beteekenis.

We kunnen nu samenvattend het volgende schematische overzicht geven van de oorzaken, welke tot financiële moeilijkheden in de onderneming kunnen leiden, als gevolg waarvan financiële reorganisatie noodzakelijk wordt <sup>1)</sup>.

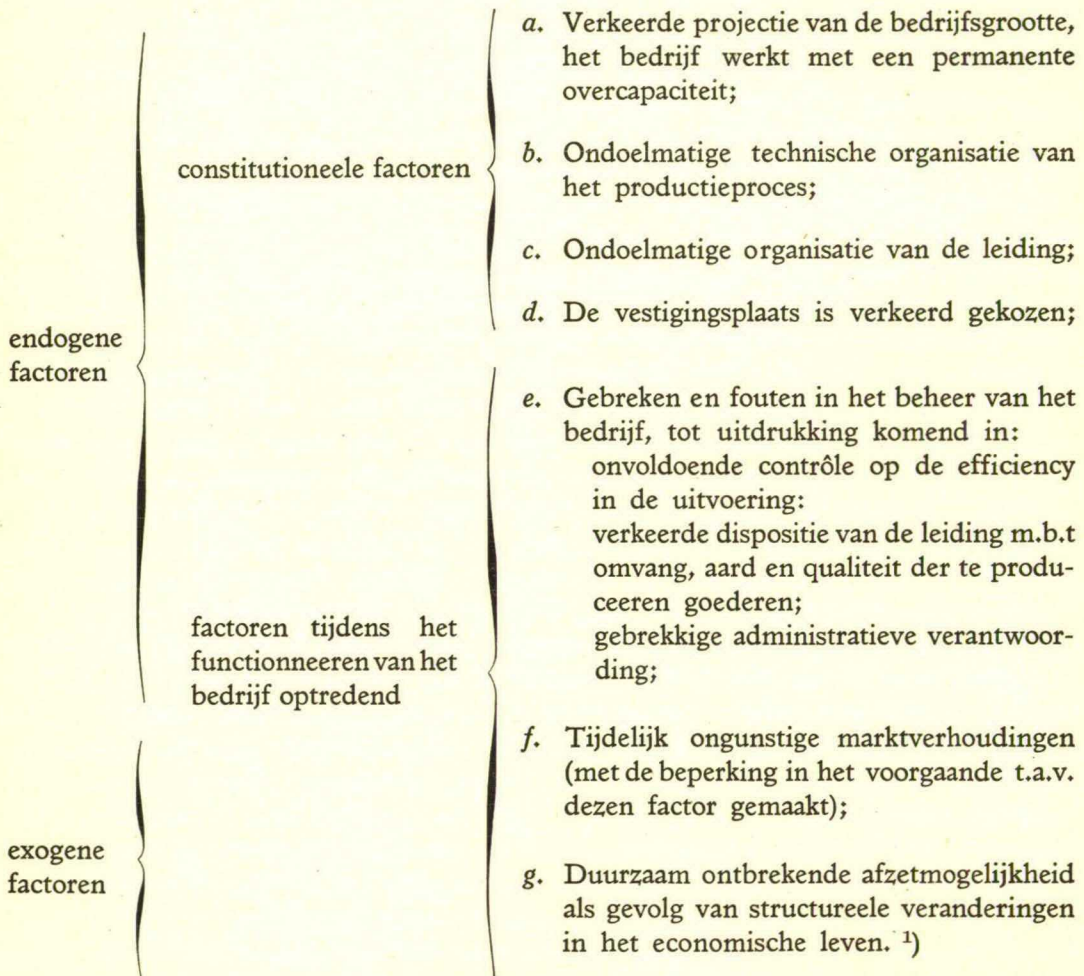
<sup>1)</sup> Tot die financiële moeilijkheden rekenen wij ook het geval, dat de onderneming gedurende een reeks van jaren dividend heeft moeten passeeren en het zich laat aanzien, dat zonder reorganisatie maatregelen ook in de toekomst dividenduitkeering achterwege zal moeten blijven.



I. Gebreken, gelegen in de financiering van de onderneming en wel:

- a. gebreken in den financieelen opzet, hetzij bij oprichting, bij uitbreiding of bij samensmelting van ondernemingen;
- b. gebreken in het financieele beheer der onderneming.

II. Ontbrekende economische rentabiliteit van het bedrijf. Verschillende omstandigheden kunnen hiervan weer de oorzaak zijn:



De factoren onder a t/m d gerangschikt, kunnen weer worden aangeduid als constitutioneele gebreken, echter nu niet in den financieelen opzet, maar in dien van het bedrijf zelf gelegen. Onder e t/m g zijn die omstandigheden gerangschikt, die zich tijdens het bestaan van de onderneming gaan openbaren.

<sup>1)</sup> Vgl. Fleege-Althoff t.a.p. Hoofdstuk V. De exogene oorzaken hebben steeds betrekking op ongunstige verhoudingen op inkoop- en verkoopmarkt, soms ook op ongunstige actieve marktverhoudingen.

De omstandigheden onder *a t/m e* opgesomd, zou men als *endogene* ziekteoorzaken kunnen aanduiden, omdat ze in het bedrijf zelf gelegen zijn. De oorzaken sub *f* en sub *g* daartegen zijn *exogene* factoren, omdat ze wortelen in omstandigheden buiten het bedrijf gelegen. De endogene factoren sub *e* kunnen als dispositieve gebreken worden aangeduid, in tegenstelling tot de constitutioneele die onder *a t/m d* zijn samengevat.

De omstandigheden sub I genoemd, zijn uiteraard van endogeen karakter, maar kunnen eveneens in constitutieve en dispositieve oorzaken worden onderscheiden <sup>1)</sup>.

<sup>1)</sup> Dewing (The financial policy of corporations) t.a.p. blz. 11 onderscheidt vier groepen van fundamentele oorzaken voor financiële déconfiture:

1. excessive-competition;
2. unprofitable expansion;
3. change in the public demand for the commodity;
4. distribution capital as ostensive profit.

De eerste drie door hem genoemde oorzaken hebben betrekking op de rentabiliteit van de onderneming, de laatste oorzaak heeft betrekking op het financieel beheer. Dewing noemt de financiële structuur niet als fundamentele oorzaak. In zijn werk komt hij niettemin telkens terug op dezen factor, in het bijzonder waar hij wijst op de noodlottige consequenties van het gebruik van obligatieleeningen door ondernemingen, wier winsten niet voldoende stabiel zijn.

Naast deze factoren mogen we echter niet vergeten de bekwaamheid van de leiders. In de hierboven gegeven indeeling der ziekteoorzaken komt dat element tot uitdrukking in de aldaar als dispositief aangeduide factoren. De onderscheiding tusschen constitutieve en dispositieve factoren troffen we aan bij: E. Rink, Liquidität und Risiko Weenen 1935 blz. 25 e.v. die haar in het bijzonder met betrekking tot het liquiditeitsprobleem bezigt.

De onderscheiding tusschen endogene en exogene oorzaken wordt ook gemaakt door Fleege-Althoff t.a.p. Hoofdstuk V.



## HOOFDSTUK II

### ECONOMISCHE BETEKENIS VAN MISLUKKING VAN ONDERNEMINGEN

#### § 1. *Beteekenis van het intact houden van het kapitaal; kapitaalhandhaving en inkomen.*

We hebben in het voorafgaande hoofdstuk enkele beschouwingen gegeven over de oorzaken van financieele mislukking van ondernemingen. De gebreken, die tot een déconfiture aanleiding kunnen geven, werden daarbij in twee groepen onderscheiden nl. die welke gelegen zijn in de financiering van de onderneming en die welke verband houden met onvoldoende economische rentabiliteit. In het laatste geval kan men spreken van verkeerde investeringen <sup>1)</sup>.

In dit hoofdstuk zullen we ons nu bezig houden met enkele maatschappelijke consequenties van de financieele déconfiture.

Gewoonlijk zegt men, dat de financieele mislukking van een onderneming tenietgaan van kapitaal en van werkgelegenheid beteekent.

We moeten met die uitspraak echter zeer voorzichtig zijn. In de eerste plaats beteekent een financieele déconfiture nog geen opheffing van het bedrijf. Zij kan leiden tot reorganisatie en dan kan het bedrijf toch als productieorgaan intact blijven.

Het kan ook voorkomen, dat bij een feitelijke liquidatie bepaalde deelen van het bedrijf in handen van andere ondernemingen overgaan, zoodat door de uitbreiding, die deze laatste ondergaan meer werkgelegenheid wordt geschapen. Een volledig verloren gaan van al het in een mislukte onderneming aanwezige kapitaal en een volledig tenietgaan van de door haar geboden werkgelegenheid, zal daarom veelal niet plaats hebben.

Aard en opzet van onze studie brengen mee, dat wij ons in hoofdzaak met de mogelijkheid van kapitaalvernietiging tengevolge van financieele déconfiture hebben bezig te houden. En wel in de eerste plaats voor zoover die financieele déconfiture een gevolg is van verkeerde investering. Onder kapitaal wenschen we hier te verstaan het geheele fonds van goederen, die zich nog in de sfeer van de productie bevinden. <sup>2)</sup> De samenstellende deelen van dit fonds zullen meer of minder geleidelijk in de sfeer van de consumptie overgaan. Het intact blijven van het kapitaal kan niet anders beteekenen dan het handhaven van dit kapitaalfonds op zijn oorspronkelijke grootte, kapitaalvernietiging

<sup>1)</sup> In de Duitsche literatuur gebruikt men hier den term: Kapitalfehlleitung; in de Engelsche literatuur treft men de uitdrukking: malinvestment aan.

<sup>2)</sup> Ook in het vervolg van deze publicatie zal in het algemeen het woord kapitaal in deze beteekenis worden gebruikt, terwijl de geldswaarde der kapitaalgoederen, de koopkracht in de kapitaalgoederen opgesloten, als vermogen zal worden aangeduid. Algemeen gebezigde woorden als aandeelenkapitaal e.d. waarin kapitaal eigenlijk vermogen in den door ons gebezigten zin beteekent, zijn echter niet steeds vermeden.



beteekent uiteraard de verkleining ervan. De grootte van dit fonds kan op geen andere wijze dan in geld worden uitgedrukt <sup>1)</sup>).

Het kapitaal is in onze maatschappij verdeeld over particuliere ondernemingen, althans grootendeels. Het intact blijven van het kapitaal berust hier dan ook op de gedragingen van de ondernemers. We moeten ons allereerst afvragen in hoeverre de ondernemers in staat zijn hun deel van het kapitaalfonds in stand te houden en vervolgens in hoeverre we kunnen verwachten, dat zij inderdaad naar intact houden van hun kapitaal zullen streven.

Volgens Pigou zou het intact houden van het kapitaal niet inhouden de aanvulling van alle kapitaal-vernietiging, maar slechts van die waardevermindering, welke een gevolg is van voorzienbare technische slijtage <sup>2)</sup>).

Merkwaardig is hier, dat Pigou de economische slijtage, de veroudering niet in aanmerking neemt. De reden hiervan is blijkbaar, dat hij aanneemt, dat slechts fysieke slijtage van te voren bepaalbaar is. Dit is echter niet juist, ook de economische slijtage is ten deele voorzienbaar.

Het intact houden van hun kapitaal is den ondernemers dus slechts mogelijk, voorzover waardeverminderingen voorzienbaar zijn. Er is in dit opzicht geen wezenlijk verschil tusschen „depreciation” en „obsolescence” zooals Hayek terecht opmerkt <sup>3)</sup>).

De tweede vraag, die wij in den aanvang stelden, was: in hoeverre is er aanleiding te verwachten, dat de ondernemers zullen streven naar intact houden van hun kapitaal. We moeten hierbij bedenken, dat het intact houden van kapitaal geen doel is op zichzelf. Onze welvaart is op zichzelf noch maatschappelijk, noch individueel gebonden aan een kapitaal van bepaalden omvang. Wat ons in verband met onze welvaart interesseert, is het inkomen, dat van het kapitaal wordt afgeleid. Veranderingen in de grootte van het kapitaal zijn echter een symptoom voor veranderingen in de grootte van het inkomen, dat het kapitaal afwerpt. Slechts onder bepaalde voorwaarden echter zal het constant houden van het kapitaal het handhaven van een constanten inkomensstroom beteekenen, nl. indien de aanwending van de kapitaalgoederen in de productie een constante opbrengst blijft geven, m.a.w. indien prijzen van producten en productiemiddelen constant zijn en de productietechniek dezelfde blijft <sup>4)</sup>).

Indien we deze vooropstellingen achterwege laten, dan beteekent het intact houden van het kapitaal nog geen constanten inkomensstroom. Daartoe zal, al naar gelang van de omstandigheden, een vergroot of een verkleind kapitaal noodzakelijk zijn.

Zelfs als de ondernemers volledig kennis hadden van alle toekomstige veranderingen

<sup>1)</sup> Volgens Pigou's vroegere opvattingen, *Economics of Welfare* 3e dr. London 1929 is er sprake van intact blijven van dit fonds, indien de geldswaarde ervan gedeeld door het algemeen indexcijfer constant blijft. In hoeverre deze definitie reële beteekenis heeft, zal in het vervolg van onze beschouwing blijken.

<sup>2)</sup> *Economics of Welfare* 4e druk. Pigou brengt in dezen druk de instandhouding van het kapitaal in verband met de bepaling van het maatschappelijk inkomen, slechts de voorzienbare technische slijtage acht hij kosten, die op de bruto-opbrengst van de productie in mindering moeten worden gebracht om tot het maatschappelijk inkomen te geraken.

<sup>3)</sup> Profits, interest and investment London 1939 art. The Maintenance of Capital blz. 105.

<sup>4)</sup> Hayek concludeert in een interessante polemiek met Pigou: „that while the ordinary practice of trying to keep the money value of capital constant is in most circumstances a fairly good approximation to the real purpose of capital accounting, this is not true in all circumstances.” *Economica* 1941 blz. 271—175.



in bovengenoemde data, dan zouden we nog niet mogen verwachten, dat zij hun kapitaal op een of andere grootte zouden handhaven<sup>1)</sup>).

Voor de maatschappelijke welvaart is eveneens niet de handhaving van het kapitaal, maar van den inkomensstroom beslissend. Wanneer de verhoudingen waaronder het kapitaal wordt aangewend zich wijzigen, zal men eer streven naar handhaving van het inkomen dan naar intact houden van het kapitaal.

Op grond hiervan mogen we dan ook niet zeggen, dat vermindering van de grootte van het kapitaal een maatschappelijk nadeel is, mits met het verkleinde kapitaalfonds de inkomensstroom in zijn oorspronkelijken omvang kan worden gehandhaafd. En alzoo is dus ook verkleining van het kapitaal niet steeds een bewijs van verkeerde investering<sup>2)</sup>.

Het niet intact blijven van het kapitaal is nog geen criterium voor verkeerde investering, al kan een dergelijk kapitaalverlies wel aanleiding voor financieele reorganisatie zijn.

## § 2. *Kapitaalvernietiging en verkeerde investering.*

Wanneer kunnen we dan wel spreken van verkeerde investering? De volgende beschouwing kan ons helpen op die vraag een antwoord te vinden. De consumenten, de uiteindelijke verbruikers der goederen, zullen hun beschikbare middelen verdeelen over onmiddellijk verbruik en voorzieningen voor toekomstig verbruik. Hun vraag naar verbruiksgoederen is dus op grond van verschillende overwegingen, die wij hier verder onbesproken laten, verdeeld naar den tijd.

De producenten beslissen echter hoeveel verbruiksgoederen er op elk moment zullen worden aangeboden. Hun aanbod van goederen is eveneens verdeeld naar den tijd. Er kan nu gezegd worden, dat er overeenstemming is tusschen de besluiten van de

<sup>1)</sup> Hayek geeft drie typische gevallen van de mogelijke gedragingen van den kapitalist-ondernemer „with perfect foresight” t.a.v. een toenemende opbrengst van de producten, die hij met zijn kapitaal voortbrengt. De ondernemer kan: of zijn verbruik handhaven in het heden, dan vergroot hij zijn kapitaal en zal een grooter inkomen in de toekomst hebben; of hij vergroot geleidelijk zijn verbruik en houdt dientengevolge zijn kapitaal intact; of hij vergroot zijn verbruik onmiddellijk tot het niveau waarop hij het kan houden maar verkleint zijn kapitaal. *The Maintenance of Capital* blz. 100. Inderdaad is het zelfs niet waarschijnlijk, dat de in de tweede plaats genoemde gedragslijn zal worden gekozen.

<sup>2)</sup> Het wil ons voorkomen, dat de controverse Pigou-Hayek over het vraagstuk van het intact houden van het kapitaal, of zooals Hayek o.i. nauwkeuriger zegt „maintaining a particular measurement of capital constant” niet zoo groot is, als zij op het eerste gezicht schijnt. Waarom het gaat, is het inkomen en dat blijkt Pigou ten slotte ook wel in te zien. Uitgaande van een kapitaalfonds, bestaande uit twee soorten goederen A en B, veronderstelt hij, dat bij verloren gaan van een eenheid A het kapitaalfonds intact kan worden gehouden, niet alleen door vervanging door een eenheid van dezelfde soort maar ook door zooveel eenheden B als nodig zijn om de waarde van het kapitaalfonds intact te houden „which is equivalent to saying is expected to yield the same income as a unit of A”. Pigou drukt zich hier niet gelukkig uit. Immers, het inkomen dat individuele kapitaalgoederen afwerpen, is als regel niet te bepalen. Het gaat om vervanging door een goed, dat dezelfde functie vervult en dat kan weer niet anders beteekenen dan een vervanging, waardoor het totale inkomen, dat het kapitaalgoederencomplex afwerpt, intact blijft. Dit is o.i. de eenige reële beteekenis, die aan het begrip economische vervanging kan worden gehecht.

We zijn het met Hayek eens, dat deze economische vervanging niet steeds behoeft te beteekenen intact houden van de hoeveelheid kapitaal, hoe ook bepaald „no policy — which aims at maintaining a particular measurement of capital constant can fully achieve that purpose in all circumstances”. *Economica* t.a.p. blz. 273 en 275.



consumenten en de gedragingen van de producenten, indien de waarde, die de eersten op elk moment aan de voortgebrachte goederen toekennen, of anders uitgedrukt het deel van hun inkomen, dat zij op elk moment wenschen te besteden, gelijk is aan de kosten van de op elk moment voortgebrachte goederen <sup>1)</sup>).

Indien echter de consumenten hun koopkracht zoodanig naar den tijd wenschen te verdeelen, dat zij meer willen aanwenden voor onmiddellijke consumptie en minder voor voorzieningen voor toekomstig verbruik dan waarop door de producenten is geanticipeerd, heeft verkeerde investering plaats gehad. Deze investering is niet alleen oorzaak van kapitaalvernietiging of kapitaalintering, maar ook van verkleining van den toekomstigen inkomensstroom.

Dit verschijnsel treedt in de eerste plaats op, als in de hoog-conjunctuur de drang tot investeren bij de ondernemers groter is dan de prikkel tot sparen bij den consument. In de hogere fasen van het productieproces is niet voldoende koopkracht beschikbaar, hetgeen leidt tot een veelal abrupt afbreken van de hausse en het intreden van een crisis. De voortgebrachte kapitaalgoederen worden onverkoopbaar. Als de inmiddels ingetreden depressie lang aanhoudt, zullen ze niet alleen in waarde verminderen, maar ook physisch tenietgaan zonder dat voorzieningen voor hun reproductie worden getroffen.

De mogelijkheid bestaat ook, dat besparingen wel worden gevormd, maar niet voor investering aangewend. We hebben hier te doen met een verschijnsel, dat vooral in de perioden van laagconjunctuur optreedt en dat door Röpke als secundaire depressie wordt aangeduid <sup>2)</sup>. Het is een proces van ineenschrompeling der productie, dat tot aanzienlijke verarming van de volkshuishouding leiden zal. De sterke toename van de „liquidity-preference” bij de economische subjecten heeft een belangrijke steriliseering van koopkracht tengevolge <sup>3)</sup>. Het dalen van de prijzen is ten slotte oorzaak, dat de stimulans tot investeren ook geheel gaat ontbreken.

Voorts kan kapitaalintering in de bovenbedoelde beteekenis optreden bij onvoorziene structuurwijzigingen in het economisch leven en tengevolge van door de producenten incidenteel gemaakte fouten. Structureele kapitaalvernietiging is evenals structurele werkeloosheid op zichzelf onvermijdelijk. Inderdaad zouden we, als we alles tevoren hadden kunnen voorzien, over veel groter rijkdom beschikken <sup>4)</sup>. De kans op foutieve investering en kapitaalvernietiging is in onze maatschappij reeds aanzienlijk. De toenemende praktijk der zelffinanciering doet die kans waarschijnlijk nog stijgen. Zoo wijst Prion er op dat, als de onderneming middelen door zelffinanciering verkregen heeft, de schatting van het toekomstig resultaat van de investering met minder nauwkeurigheid geschiedt of ook, dat men slechts het resultaat in verdere toekomst bij beoordeling in aanmerking neemt. De zelffinanciering doet den rentestand stijgen ook voor andere

<sup>1)</sup> Dit is o.i. ook hetgeen Polak bedoelt, als hij spreekt van de liquiditeit der maatschappij. Vgl. N. J. Polak: Eenige grondslagen voor de financiering van de onderneming. 6e dr. Haarlem 1937. Hoofdst. 7. In het bijzonder blz. 189: „Dit alles gaat goed, indien werkelijk de spaarders de besparingen bestendigen, indien de statische besparing inderdaad in dynamische besparing overgaat. Maar wanneer de bestendiging uitblijft, dan doet zich de over-investeering voor, waarover wij aan het slot van het eerste hoofdstuk spraken”. Zie ook: blz. 25, 26.

<sup>2)</sup> W. Röpke: Krise und Konjunktur Leipzig 1932.

<sup>3)</sup> J. M. Keynes: General Theory of Employment, Interest and Money. London 1936. Blz. 166 e.v.

<sup>4)</sup> Hayek t.a.p. blz. 117.



ondernemingen en belet dus tevens daar een meer rendabele aanwending <sup>1)</sup>).

Een factor, die o.i. evenmin uit het oog mag worden verloren, is, dat de beoordeeling van de uitbreiding bij zelffinanciering praktisch uitsluitend bij de directie berust. Hun belang ligt niet in de eerste plaats in verhooging van de rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen. Hun inkomen en vooral ook hun maatschappelijk prestige is meer van den omvang van het bedrijf afhankelijk dan van de hoogte van het dividend van hun maatschappij <sup>2)</sup>. Ook de financieele reorganisatie kan, zooals we later nog zullen zien, op zichzelf oorzaak worden voor irrationeele investering.

Wijzigingen in de voortbrengingstechniek en de daardoor bepaalde quantitatieve verhoudingen der productie en wijzigingen in aard en structuur van de verbijzondering in de maatschappelijke voortbrenging kunnen oorzaak zijn van het onrendabel worden van investeringen, althans voorzooover de producenten niet tijdig op die veranderingen anticepeerden. Een sterk sprekend voorbeeld levert hiervan de Javasuikerindustrie sedert 1930. De rubbercultuur had, hoewel misschien in minder sterke mate, eveneens van structureele verandering te lijden, terwijl in West-Europa ook de katoenindustrie door deze veranderingen in de toekomst wordt bedreigd. Ook min of meer belangrijke verschuivingen in de behoeften kunnen hiertoe worden gerekend. We denken b.v. aan het verdwijnen van de kaarsverlichting, het vervangen van stoomtramlijnen door autobusdiensten enz. <sup>3)</sup>.

Zooals we gezien hebben, zal onder den invloed van deze veranderingen geen sprake kunnen zijn van het handhaven van het kapitaal in een bepaalden omvang, ook niet als we deze veranderingen hadden kunnen voorzien. De mate, waarin de ondernemers erin slagen deze veranderingen te voorzien en zich daaraan aan te passen, is echter wel beslissend voor de welvaart in de toekomst.

### § 3. *Financieringsfouten en kapitaalvernietiging.*

De vraag kan thans worden gesteld in hoeverre financieringsfouten oorzaak kunnen zijn van maatschappelijke kapitaalvernietiging. De financiering met behulp van obligatiekapitaal of andere vormen van vaste-rentedragend vermogen brengt als consequentie

<sup>1)</sup> W. Prion Selbstfinanzierung der Unternehmungen Berlin 1931 blz. 353. e.v.

Ook Norman S. Buchanan in een artikel: Dividend distribution, in Quarterly journal of economics 1938, komt tot de slotsom, dat „ploughing back of profits” veelal geschiedt zonder rekening te houden met de rentabiliteit. Daartegenover staat, dat de financiering via de vermogensmarkt ook lang niet altijd leidt tot aanwending van het vermogen in de richtingen van de grootste rentabiliteit. Vgl. hiervoor M. J. H. Cobbenhagen: De reservevorming en haar beteekenis voor kapitaalvorming en kapitaaldistributie, opgenomen in Bedr. Ec. Studiën, Haarlem 1932. Blz. 437. P. P. v. Berkum: Kapitaalvorming in de Onderneming. Maandschr. Economie October en November 1943 en ons art. Reservevorming, in de Naamlouze Vennootschap, jaarg. 1931.

<sup>2)</sup> In dezen zin ook: R. Weidenhammer: Faulty Investment of Corporate Savings, art. in American Economic Review Vo. XXIII No. 1.

<sup>3)</sup> Het is zaak voor de ondernemers, deze structuurveranderingen tijdig te onderkennen en maatregelen te nemen om zich daaraan aan te passen. Symptomen daarvan kunnen we telkens waarnemen. Wij wijzen in dit verband op het onderzoek van de zijde der Nederlandsche katoenfabrikanten naar de vestigingsmogelijkheid van fabrieken op Java, de deelname van deze ondernemers in de kunstzijde-industrie, de gedeeltelijke omstelling van de kaarsen-industrie op andere chemische preparaten, de combinatie van wagonindustrie en carrosseriebouw enz. Niet altijd kan gezegd worden, dat deze reacties tijdig plaats hebben gehad.



met zich, dat de rente van het verkregen vermogen toch moet worden uitbetaald ook als zij niet verdiend is. De onderneming zal om haar credietwaardigheid in stand te houden met die rentebetaling ook zoo lang mogelijk doorgaan. De middelen hiervoor benodigd, zullen worden gevonden door realisatie van in de onderneming aanwezige reserve-activa, die daardoor beneden het toelaatbare minimum inkrimpen, door het uittrekken van de termijnen waarvoor leveranciers-crediet wordt verkregen buiten de grenzen door het handelsgebruik aangegeven en soms ook door meer dan geoorloofd gebruik van bankcrediet.

Deze middelen zijn echter reeds op andere wijze gebonden nl. door de eischen die de voortzetting van het productieproces in al zijn fasen stelt. Deze koopkracht wordt nu aan een of meer geledingen van dit productieproces onttrokken en naar den consument overgeheveld, d.w.z. naar degenen, die deze koopkracht tot vertering kunnen bestemmen, althans niet opnieuw behoeven te investeren.

Dit moet leiden tot stagnatie in één of andere phase van het maatschappelijk productieproces en als deze stagnatie maar lang genoeg aanhoudt, tot kapitaalvernietiging. Hier ontstaat evenals in vroeger besproken gevallen een wanverhouding tusschen besparingen en investeringen.

Hetzelfde verschijnsel doet zich voor, indien de onderneming voortgaat met het uitkeeren van dividend, zonder dat er voldoende inkomen is gevormd. Ook dan heeft een onttrekking van koopkracht aan de hogere geledingen van het productieproces plaats, waardoor gevaar van kapitaalintering en verkleining van den toekomstigen inkomensstroom ontstaat <sup>1)</sup>.

Ook in ander opzicht meent men, dat de wijze van financiering aanleiding kan geven tot tenietgaan van op zichzelf rendabel aangewende kapitaalgoederen. In de betreffende literatuur heeft men dit geval zelfs gewoonlijk op het oog. We denken hier aan een ondoelmatige verhouding van kort en lang crediet. De eischen, die de verschaffers van het korte crediet stellen m.b.t. de terugbetaling, zouden tot liquidatie van de onderneming en tot vernietiging van het daarin aanwezige kapitaal kunnen leiden.

We mogen hier echter deze conclusie niet zonder meer trekken. Inderdaad kan het in belangrijke mate gebruik maken van kort crediet aanleiding geven tot moeilijkheden, die tot den ondergang van de onderneming kunnen leiden. Indien de geldgever niet kan wachten tot het crediet uit de normale omzetting van goederen in geld kan worden terug betaald of indien dit normale omzettingsproces stopt, zal de onderneming, als haar verdere credietmogelijkheden zijn uitgeput, niet anders kunnen doen dan haar activa afstooten, dus tot geheele of gedeeltelijke liquidatie overgaan.

In crisisperioden is dit verschijnsel niet zeldzaam. Niettemin kan hier toch niet van maatschappelijke kapitaalvernietiging worden gesproken. Indien de onderneming rendabel is, zal haar bedrijf door anderen kunnen worden voortgezet en de kapitaalgoederen blijven intact. Het gevaar van een gedwongen liquidatie is echter gewoonlijk een verstrooiing van de kapitaalgoederen, die in de oorspronkelijke onderneming een complementair verbonden geheel vormden. En gebeurt dit, dan kan wel kapitaalvernietiging optreden. Zeker zullen in dat geval immaterieele kapitaalgoederen als

<sup>1)</sup> Analoge verschijnselen kan men aantreffen in tijden van prijsstijging bij realisatie en tot vertering aanwenden van schijnwinsten bij inflatie en van koerswinsten bij effectenspeculatie. Hierop wijst ook Hayek in zijn reeds eerder genoemd opstel, „The Maintenance of Capital” blz. 133.



goodwill, te niet kunnen gaan. Het is dan ook noodzakelijk, dat men in het hier bedoelde geval niet tot liquidatie overgaat, maar tracht tot reorganisatie te komen.

§ 4. *Bepaling van de grootte van het kapitaalverlies; het kapitaalverlies bij reorganisatie van Nederlandsche industriële ondernemingen.*

De vraag naar de grootte van het kapitaalverlies in een bepaalde periode valt moeilijk te beantwoorden. In Duitschland is onder leiding van den Keulschen hoogleeraar Ernst Walb omstreeks 1930 daarnaar een onderzoek ingesteld <sup>1)</sup>. Voor de periode van 1884 tot 1913 werd van 752 ondernemingen, wier aandelen ter beurse werden genoteerd, nagegaan, welke bedragen bij faillissement, liquidatie en reorganisatie verloren gingen. <sup>2)</sup> De resultaten van dit onderzoek vertoonen het volgende beeld:

<i>Verliesoorzaken</i>	<i>Aantal gevallen</i>	<i>Verlies in Mill. R.M.</i>
Faillissement . . . . .	18	27
Liquidatie . . . . .	44	25
Kapitaalreductie . . . . .	144	176
Bijbetaling . . . . .	61	50
	<hr/>	<hr/>
Totaal reorg. en liquidatie	267	278

Verder werd door Walb als kapitaalverlies beschouwd: koersverliezen en onderrentabiliteit d.i. de mate, waarin het rendement beneden de normale rentevergoeding bleef. Uit deze oorzaken constateerde hij bij 652 ondernemingen een verlies van 977 mill. R.M. Dit laatste cijfer heeft echter o.i. weinig waarde. Walb deelt niet mede hoe hij aan de bedragen voor koersverliezen en onderrentabiliteit gekomen is. We hebben dus geen mogelijkheid om de door hem meegedeelde cijfers te beoordeelen. Alleen t.a.z. van de rentabiliteit deelt hij mede, dat het gemiddeld rendement van de aandelen in de onderzochte periode 6.5 % was. Over de geheele periode is er dus van onderrentabiliteit geen sprake, alhoewel het natuurlijk mogelijk is, dat bepaalde ondernemingen belangrijk hier beneden gebleven zijn en dus een verlies uit deze oorzaak hebben vertoond. Verder wordt eveneens meegedeeld, dat de koersverliezen in bepaalde jaren werden gecompenseerd door koerswinsten in latere jaren. Waar dergelijke compensaties steeds zullen optreden en waar bovendien koersfluctuaties lang niet altijd een symptoom zullen zijn van kapitaalintering, komt het ons onjuist voor, de koersverliezen als zoodanig aan te merken.

Persoonlijk werd door ons een onderzoek ingesteld naar de kapitaalverliezen bij reorganisatie en liquidatie van Nederlandsche industriële ondernemingen in de periode van 1902—1941.

In den loop van dit veertigjarig tijdvak hadden bij Nederlandsche industriële ondernemingen voorzoover haar aandelen ter beurse werden genoteerd, 119 reorganisaties plaats, terwijl in datzelfde tijdvak 61 ondernemingen werden geliquideerd, al of niet tengevolge van faillissement.

Het aantal reorganisaties is in vergelijking met de resultaten van het Duitsche onder-

<sup>1)</sup> Ernst Walb: Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung, opgenomen in: Kapital und Kapitalismus IIer Band, Berlin 1931.

<sup>2)</sup> Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung t.a.p. blz. 377.



zoek vrij groot. Terwijl Walb's onderzoek betrekking had op 752 ondernemingen, omvatte ons onderzoek slechts 200 ondernemingen. De meerderheid der in ons onderzoek betrokken ondernemingen moest dus tot reorganisatie overgaan. Hierbij valt op te merken, dat in de na-oorlogsche periode de verhoudingen in Duitschland ook veel minder gunstig zijn.

We geven nu een tabel, waarin de reorganisaties en liquidaties zijn aangegeven zoowel verdeeld eenerzijds naar de bedrijfstakken, waarin ze plaats vonden als anderzijds naar de jaren, waarin ze optraden <sup>1)</sup>. Vergelijken we onze resultaten met die van Walb, dan constateeren we allereerst deze overeenstemming, dat het aantal liquidaties (incl. faillissementen) belangrijk in de minderheid is in verhouding tot het aantal reorganisaties. Immers, Walb constateert 62 liquidaties en faillissementen tegenover 205 reorganisaties (kapitaalreducties en bijbetalingen); voor de Nederlandsche industrie bleken deze cijfers resp. 61 en 119 te zijn. Ook voor Nederlandsche verhoudingen geldt Walb's uitspraak, dat het leven der Naamlooze Vennootschap taai is, althans in de laatste jaren. In de eerste twintig jaar van de door ons onderzochte periode, zijn de aantallen liquidaties en reorganisaties aan elkaar gelijk; in de laatste twintigjarige periode overwegen de reorganisaties in belangrijke mate. In dit twintigjarig tijdvak zien we duidelijk een opeenhooping der gevallen in twee perioden nl. 1921—'28 en 1934—'38. Het merkwaardige is nu, dat in deze eerste periode 48 reorganisaties en 34 liquidaties voorkwamen, terwijl in de tweede periode van 1934—'38 tegenover een ongeveer gelijk aantal reorganisaties (43) slechts 5 liquidaties staan.

In de eerste periode vallen 9 liquidaties in de branche der metaalindustrie (incl. scheepsbouw); in de branche der voedings- en genotmiddelen komen in dit tijdvak eveneens 9 liquidaties voor. In de overige branches met uitzondering van de electrotechnische industrie, waarin nog 4 liquidaties voorkomen, blijven zij tot enkele op zich zelf staande gevallen beperkt.

Het meerendeel der liquidaties heeft betrekking op zaken, die in den wereldoorlog gevestigd of in die jaren belangrijk zijn uitgebreid.

Zoo waren van de 9 liquidaties in de branche der voedings- en genotmiddelen er 7 die betrekking hadden op ondernemingen in de oorlogsjaren opgericht. De beide andere liquideerden niet wegens slechten gang van zaken, maar als gevolg van de concentratie in de margarine-industrie <sup>2)</sup>.

Analoge verschijnselen deden zich voor in de metaalindustrie en de scheepsbouw-nijverheid. Ook hier waren de meeste geliquideerde ondernemingen „warbabies”.

De liquidaties in de tweede periode hadden betrekking op twee ondernemingen in de branche der voedings- en genotmiddelen, één in de textielbranche, één in de metaalnijverheid en één in de glasindustrie. Het betrof hier voor het meerendeel bedrijven, die reeds in de voorafgaande periode waren gereorganiseerd.

In het algemeen kan uit de door ons bijeengebrachte gegevens wel worden geconcludeerd, dat ondernemingen, indien ze niet als een volkomen mislukking zijn te beschouwen, in geval van financieele moeilijkheden wel in staat zijn door financieele reorganisatie haar voortbestaan te verzekeren. Zelfs kan de vraag worden gesteld of men in dit opzicht

<sup>1)</sup> Zie Bijlage I.

<sup>2)</sup> Nl. de N.V. Hollandsche Vereeniging tot Exploitatie van Margarinefabrieken: „Hovema” en de N.V. Anton Jurgens' Vereenigde Fabrieken.



niet te ver gaat en poogt ondernemingen door reorganisatie te redden, die beter hadden kunnen worden geliquideerd. Zoo schijnt ons het nut van reorganisaties als van A. Hillen's Sigarenfabrieken te Delft, van de Victoria Cigarettenfabriek te Amsterdam om maar enkele sprekende voorbeelden te noemen, vrij twijfelachtig. Hier zeker geldt Walb's uitspraak: „Das Ende mit Schrecken ist dem Schrecken ohne Ende vorzuziehen” <sup>1)</sup>.

Wat de kapitaalverliezen aangaat, hiervan geeft de volgende tabel een indruk. <sup>2)</sup> Wij hebben ons beperkt tot de kapitaalverliezen bij reorganisatie. In onze aan het onderzoek van Walb gewijde beschouwingen hebben we reeds gemotiveerd, waarom onder-rentabiliteit en koersverliezen naar onze meening nog niet als kapitaalverliezen mogen worden aangemerkt. <sup>3)</sup>

In de kolom, vrijgekomen door reorganisatie, zijn behalve de afgestempelde bedragen, ook begrepen bedragen door crediteuren prijsgegeven, afboeking van reserves, winst bij inkoop van aandelen, beschikbaar gestelde aandelen enz.

Van hetgeen in totaal werd afgeboekt, werd slechts ruim 3 miljoen openlijk gereserveerd, zoodat een kapitaalverlies van bijna 231 miljoen werd geleden. Dit bedrag is aanzienlijk als men het vergelijkt met de resultaten van Walb's onderzoek, die voor een veel grooter aantal ondernemingen tot een belangrijk kleiner verlies komt, zij het ook dat zijn onderzoek op een 30-jarige en het onze op een veertig-jarige periode betrekking heeft. Hierbij mag echter niet worden vergeten in de eerste plaats, dat de gulden na den oorlog belangrijk in koopkracht daalde en voorts, dat ons onderzoek betrekking had op een periode, waarin conjunctuur en structuurwijzigingen veel ernstiger omvang hadden aangenomen, dan in de periode van 1884—1913. De meeste verliezen werden door ons bedrijfsleven dan ook geleden in de na-oorlogsche periode (1921—1940).

#### § 5. *Nadere beschouwing van de geconstateerde verliezen; bedrijfsverliezen en taxatieverliezen.*

Bij verdere beschouwing van de hier gepubliceerde cijfers blijkt, dat de bij reorganisatie afgeboekte bedrijfsverliezen slechts 62,5 miljoen gulden hebben bedragen, de verliezen wgens extra afschrijvingen bijna 52 miljoen.

In enkele gevallen kon uit de beschikbare cijfers niet worden afgeleid in hoeverre de afgeboekte bedragen op bedrijfsverliezen of op taxatieverliezen betrekking hadden. Daar het hier een in verhouding klein bedrag betreft, wordt het totaal-beeld hierdoor niet gewijzigd.

Het feit, dat de bedrijfsverliezen slechts 40 % van de taxatieverliezen uitmaken, heeft o.i. verschillende oorzaken.

In de eerste plaats kunnen de balansen in de jaren aan de reorganisatie voorafgaande geïflatteerd geweest zijn.

De neiging van het bestuur om den ongunstigen gang van zaken voor de aandeelhouders te verbergen en de wensch om ondanks minder bevredigende resultaten toch dividend uit te keeren, zal er vaak toe leiden, dat in de jaren voorafgaande aan de financiële déconfiture de noodzakelijke afschrijvingen geheel of gedeeltelijk achterwege gebleven zijn. In dat geval is de omvang van de kapitaalintering inderdaad beduidend

<sup>1)</sup> Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung.

<sup>2)</sup> Zie Bijlage II.

<sup>3)</sup> Omtrent de verliezen bij liquidatie waren geen voldoende betrouwbare gegevens beschikbaar.



grooter dan door de geaccumuleerde bedrijfsverliezen wordt aangegeven. Niet altijd echter stellen taxatieverliezen werkelijke kapitaalvermindering voor. Evenzeer als de neiging bestaat voor het acuut worden der financieele moeilijkheden de balans te flatteeren, kan men bij de reorganisatie de neiging waarnemen den toestand ongunstiger voor te stellen dan hij in werkelijkheid is. Men tracht zooveel mogelijk bij de waardeering der activa alle kans op toekomstig verlies te elimineeren. Veelal heeft de waardeering der activa op zoodanige wijze plaats, dat daarin nog een belangrijke geheime reserve ligt opgesloten. Zelfs al zouden de resultaten ook na de reorganisatie nog weinig bevredigend zijn, dan is men dank zij die reserve toch in staat een jaarrekening op te stellen die het uitkeeren van dividend mogelijk maakt. In de waardeering der activa bij reorganisatie worden a.h.w. toekomstige kapitaalverliezen reeds verdisconteerd.

Ten slotte zullen bij reorganisatie veelal correcties op de waarde der kapitaalgoederen worden aangebracht, die een gevolg zijn van onvoorzienbare waardedaling dier goederen. Hier geldt ook in het bijzonder, dat het intact houden van het kapitaal geen noodzakelijke voorwaarde is voor het intact houden van een constanten inkomensstroom. De mogelijkheid bestaat, dat de hierbedoelde kapitaalverminderingen niet behoeven te worden aangevuld om den inkomensstroom op een bepaald peil te handhaven. Er zijn vele oorzaken van waardedaling der kapitaalgoederen, die tot deze groep te rekenen zijn.

Een bijzondere vermelding verdient hier de waardedaling der duurzame productiemiddelen door techniekverbetering. Dit geval is trouwens typeerend voor alle andere. Het is dan mogelijk, dat dezelfde productie gehandhaafd blijft met een kapitaalgoederencomplex van geringer waarde. Het is dan ook niet noodig die kapitaalgoederen tot hun oorspronkelijke waarde aan te vullen om den inkomensstroom op peil te houden. Wanneer dergelijke waardeverminderingen bij reorganisatie worden gecorrigeerd, stellen de afgeboekte bedragen wel kapitaalverlies voor, maar voor de maatschappelijke welvaart blijft de betrokken onderneming toch dezelfde betekenis houden.

Een beschouwing van de individuele gevallen van reorganisatie toont de meest uiteenlopende verhoudingen tusschen bedrijfsverliezen en taxatieverliezen. Er zijn ondernemingen waar een taxatieverlies naast een bedrijfsverlies voorkwam, er zijn ook gevallen met alleen taxatie-resp. bedrijfsverliezen.

Alleen of overwegend bedrijfsverliezen — d.i. minstens 5 maal het bedrag der taxatieverliezen — troffen we aan in 31 gevallen, alleen of overwegend taxatie-verliezen traden op in 38 gevallen, in de overige gevallen (35) waren of de taxatie- of de bedrijfsverliezen in de meerderheid, maar kwamen beide toch met aanzienlijke bedragen voor. Bij onze telling hebben we de gevallen, waar de splitsing niet duidelijk aangegeven kon worden, buiten beschouwing gelaten.

De taxatie-verliezen zijn echter, zooals reeds werd opgemerkt, voor een niet onbelangrijk deel te danken aan onjuiste afschrijvingen, zoodat als deze juist waren, bepaald niet onbelangrijke bedrijfsverliezen zouden zijn geleden. In het algemeen kan echter wel worden gezegd, dat de reorganisaties waarbij men zich alleen beperkte tot het afboeken van bedrijfsverliezen niet tot de meest succesvolle behoorden. Tot deze groep behoorden verschillende bedrijven, die later weer opnieuw tot reorganisatie moesten overgaan of die ten slotte faillieerden. We kunnen in dit verband als voorbeelden wijzen op J. A. Carp's Garenfabriek, waar men zich in 1924 alleen tot het afboeken van bedrijfsverliezen ten bedrage van bijna 2,5 millioen gulden beperkte, in 1938 was een nieuwe reorganisatie noodzakelijk, waarmee een bedrag van 5.500.000 gulden gemoeid was; de Delftsche



Leerlooierij voorheen Alex Adam ging in 1922 tot een reorganisatie over waarbij in hoofdzaak bedrijfsverliezen werden afgeboekt. In 1937 was een nieuwe reorganisatie noodig, waarbij bijna 500.000 gulden uitsluitend aan taxatie-verliezen moest worden afgeboekt. De Victoria Egyptische Sigaretten Maatschappij liquideerde in 1934 eenige jaren na de reorganisatie, waarbij men zich beperkte tot afboeking van het bedrijfsverlies; evenzoo verging het de Kon. Tabaks- en Sigarenfabriek v/h Ribbius Peletier, die na twee reorganisaties, waarbij men zich beperkte tot het afboeken van bedrijfsverliezen, moest verdwijnen.

Ook bij de eerste reorganisatie der Nederlandsche Huistelefoonmaatschappij bepaalde men zich in hoofdzaak tot het afboeken van bedrijfsverliezen; twee jaar later werd een nieuwe reorganisatie noodig, waarbij de boekwaarde der activa belangrijk moest worden gereduceerd. Daartegenover staan echter ook gevallen, dat ondanks de belangrijke bedragen, die men op de boekwaarde der activa had afgeschreven, een nieuwe reorganisatie en zelfs faillissement niet kon worden vermeden. Een voorbeeld hiervan leveren de beide reorganisaties van A. Hillen's Sigaren- en Tabaksfabriek te Delft, een maatschappij, die ondanks de vrij drastische saneeringen in 1927 en 1929 toch haar bestaan in 1937 moest opgeven. Als tegenhanger hiervan wijzen we ten slotte op de reorganisatie van de „Hollandia” Hollandsche Fabriek van Melkproducten te Vlaardingen, waar men zich eveneens beperkte tot het afboeken van bedrijfsverlies, maar waarbij het bedrijf zonder verdere maatregelen kon blijven voortbestaan zonder dat nieuwe financiële maatregelen noodzakelijk waren. Hetzelfde deed zich ook voor bij de N.V. de Wit's Deken-industrie te Helmond <sup>1)</sup>.

Hieruit volgt wel, dat voor de bepaling van het voor afboeking benoodigde bedrag nagenoeg geen algemeene regels zijn te geven. Men zal elk geval op zichzelf moeten beschouwen en in het bijzonder de boekwaarde der activa in verband met alle beschikbare gegevens moeten beoordeelen. Men mag er echter niet a priori van uitgaan, dat die waarde steeds moet worden gereduceerd. Onnoodige reductie van de boekwaarde der activa kan toch tot ernstige benadeeling van aandeelhouders aanleiding geven.

#### § 6. *De verliezen der Java-suikerindustrie.*

De beperking van den omvang onzer studie bracht met zich, dat wij ons beperkten tot de Nederlandsche industriële ondernemingen wier aandelen ter beurse worden genoteerd. Ook in andere deelen van ons bedrijfsleven hebben vooral in de laatste tientallen jaren belangrijke kapitaalinteringen plaats gehad. Over een bepaalden bedrijfstak, de Javasuikerindustrie, zijn destijds belangrijke gegevens met betrekking tot het verschijnsel van de kapitaalintering verzameld door het tijdschrift: „De Kroniek” <sup>2)</sup>.

We hebben daaruit kunnen afleiden, dat van de 40 in 1932 bestaande suikercultuur-ondernemingen in het tijdvak 1933—1937 vijftien ondernemingen werden gereorganiseerd, terwijl er dertien moesten liquideeren.

De gereorganiseerde ondernemingen hadden in totaal een kapitaal van bijna 92

<sup>1)</sup> Bij de Wit had later nl. in 1942 weer bijstempeling plaats en wel tot een bedrag van f 600 per aandeel, waarmee dus de oorspronkelijke nominale waarde weer bereikt was; bij De Muinck Keizer had eveneens bijschrijving plaats en wel in Dec. 1940 (f 100.— per aandeel), terwijl in 1942 herkapitalisatie plaats vond.

<sup>2)</sup> De Kroniek Jaargang 1937 t.e.m. 1939.



millioen gulden, terwijl het verliessaldo 20 miljoen bedroeg. Bij reorganisatie werd ruim 52 miljoen vrij gemaakt voor afboeking van bedrijfs- en taxatieverliezen en eventueel voor de vorming van nieuwe reserves, terwijl door enkele ondernemingen een bedrag van ruim 2 miljoen aan aandeelhouders werd terugbetaald.

Aangenomen kan worden, dat het bedrag dezer reserves niet bijzonder groot is geweest, zoodat het verlies wel op ongeveer 50 miljoen kan worden geraamd. In vergelijking tot de betrekkelijk korte periode, waarop het onderzoek betrekking had en gezien het totaal in deze ondernemingen geïnvesteerde vermogen zeker een zeer aanzienlijk bedrag. Wij laten ter vergelijking een tweetal overzichten van de reorganisaties en liquidaties in de suikercultuur volgen.

*Reorganisaties en liquidaties van Indische Suiker-cultuurondernemingen*

Van 40 in 1932 bestaande ondernemingen werden in het tijdvak 1933—1937 gereorganiseerd of geliquideerd:

Jaar	Aantal Maatschappijen	
	reorg.	liq. of faill.
1933	—	3
1934	—	5
1935	4	5
1936	4	—
1937	7	—
Totaal	15	13

De verliezen bij reorganisatie worden door het volgend staatje weergegeven:

*Verliezen bij Reorganisatie*

	Kapitaal	Bedrijfs- verlies	Af- boeking
Gesiekan . . . . .	600	186	300
Ned. Ind. Landb. . . . .	12.000	3.100	13.000
Randoe Goenting . . . . .	1.452	134	726
Sindanglaoet . . . . .	2.580	214	2.528
Kol. Bank . . . . .	16.500	—	8.250
Tjepper . . . . .	8.800	688	720
Maron . . . . .	800	—	600
Medarie . . . . .	3.000	685	2.712
Vorstenlanden . . . . .	20.530	9.265	10.265
Kali-Woengoe P. . . . .	850	340	340
Kedaton-Pl. . . . .	1.500	525	525
Suiker Cult. Mij. . . . .	3.000	1.800	1.800
	63.612	16.937	41.766



	Kapitaal	Bedrijfs- verlies	Af- boeking	Terug- betaling
<i>Transport</i>	63.612	16.937	41.766	
Ver. Lawoe . . . . .	8.000	1.782	2.000	200
Ned. Ind. Suiker Unie . . .	13.489	—	5.400	1.728
Pandjie en Tandj. Sarie . .	3.360	—	1.680	336
Wonolangan . . . . .	3.500	1.654	1.750	70
	<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>
	91.961	20.373	52.596	2.334
		./.	2.334	
			<hr/>	
Totaal verlies . .			50.262	

Hierbij valt op te merken, dat de verliezen in dezen bedrijfstak wel zeer aanzienlijk, naar verhouding zelfs aanzienlijker zijn dan in de industrie, maar de winsten in de voorafgaande jaren t.e.m. 1928 waren eveneens zeer belangrijk. In deze jaren werden niet alleen zeer belangrijke dividenden gedeclareerd, ook werden groote dotaties aan de reserves gedaan. Dank zij dezen omvangrijken reserves waren verschillende maatschappijen in staat een financiële déconfiture te voorkomen. Waar ook de uitgekeerde dividenden voor een groot deel weer opnieuw in het productieproces zullen zijn geïnvesteerd, kan gezegd worden, dat de suikercultuur in deze jaren ook een belangrijke kapitaalvormster is geweest.

Een juist beeld van de kapitaalintering geven de verliezen bij financiële reorganisatie en liquidatie niet. Ook bij de ondernemingen, die niet tot reorganisatie overgingen, kan kapitaalintering hebben plaats gehad; in de meeste gevallen is zij dan opgevangen door reserves. Omgekeerd beteekent, zooals we gezien hebben, ook de kapitaalintering bij reorganisatie niet immer een nadeel. Met name niet in de gevallen, dat dezelfde inkomensstroom met een kleinere kapitaal massa intact kan worden gehouden.



## HOOFDSTUK III

### DE FINANCIERING VAN DE ONDERNEMING EN HAAR WEERSTANDS- VERMOGEN

#### § 1. *Eischen voor doelmatige financiering: handhaving der liquiditeit.*

In hoofdstuk II hebben wij getracht een systematisch overzicht te geven van de oorzaken van het mislukken der onderneming. Wij hebben daarbij reeds laten uitkomen, dat de factoren, die de onderneming in financieele moeilijkheden brengen, op zichzelf nog niet onmiddellijk als oorzaken van reorganisatie zijn te beschouwen. Het is zelfs niet waarschijnlijk, dat de invloed dezer factoren steeds merkbaar zijn zal. In den regel zullen eerst in een periode van ongunstige conjunctuur de ziekte-symptomen zich openbaren, hoewel zij natuurlijk reeds onder gunstiger verhoudingen aanwezig waren.

De ongunstige conjunctuur is dus op zichzelf geen oorzaak voor financieele moeilijkheden of reorganisatie, zooals vaak voorgegeven wordt. De oorzaken voor deze moeilijkheden waren gewoonlijk reeds tevoren aanwezig. In ongunstige conjunctuursperioden zullen zij tot acute storingen aanleiding geven.

Gebreken in den financieelen opzet van de onderneming openbaren zich eerst op het einde van een hausse of in de daarop volgende depressie, fouten in het financieel beheer komen gewoonlijk eveneens eerst aan het licht als de gunstige ontwikkeling der conjunctuur stagneert.

In de periode van hausse toch kunnen ook de lasten, die de onderneming dank zij ondoelmatige financiering te dragen heeft, betrekkelijk gemakkelijk worden opgebracht.

Ook de tweede groep van ziekte-oorzaken, die wij in onze voorafgaande beschouwingen hebben besproken en die wij hebben samengevat als oorzaken, die tot het ontbreken van economische rentabiliteit leiden, zullen eerst bij ongunstige conjunctuur merkbaar worden.

In gunstige conjunctuurperioden zijn zelfs slecht georganiseerde of slecht beheerde ondernemingen nog dermate winstgevend, dat zij zonder veel bezwaar aan haar financieele verplichtingen kunnen voldoen en zelfs nog winst kunnen uitkeeren. Het is alsdan vrij gemakkelijk de ware verhoudingen in de onderneming gedurende geruimen tijd te camoufleren.

In de perioden van ongunstige conjunctuur komen gewoonlijk de fouten in organisatie en financiering naar voren. Het weerstandsvermogen, dat de onderneming in deze perioden toont te bezitten, bepaalt dan ook mede de doelmatigheid van haar financieelen en organisatorischen opzet, en van het door haar leiders gevoerde beheer. Wij moeten het voorloopig bij deze algemeene aanduiding laten. We willen hiermee niet te kennen geven, dat opzet en beheer de eenige momenten zijn, die het weerstandsvermogen bepalen. De beperkte opzet van onze studie laat een volledige behandeling van het probleem van het weerstandsvermogen niet toe. Zelfs t.a.v. de financieele structuur en het beheer zullen we ons tot het aangeven van enkele lijnen moeten bepalen.



De aard van onze studie brengt mee, dat wij ons in de eerste plaats bezig zullen houden met de doelmatigheid van de financiering der onderneming. Wanneer kan gesproken worden van een doelmatige financiering?

Financiering beteekent voor de onderneming ten slotte niets anders dan de aantrekking van vermogen door middel waarvan beslag kan worden gelegd op het kapitaal-goederen-complex, dat zij voor de uitoefening van haar bedrijf noodig heeft. Dit kapitaal-goederencomplex, het kapitaal van de onderneming, is tengevolge van de uitvoering van het productieproces aan voortdurende verandering onderhevig. Die veranderingen betreffen zoowel de grootte als de samenstelling van het kapitaal. Veranderingen in samenstelling zijn uitsluitend een gevolg van de uitoefening van het productieproces, dat uiteindelijk slechts bestaat in de omvorming van bepaalde kapitaalgoederen in andere, welke beter aan de behoeften van den consument beantwoorden. Door een in een reeks van fasen verdeeld omvormingsproces worden de kapitaalgoederen in een toestand gebracht, dat zij dienstbaar kunnen worden gemaakt aan de behoeftebevrediging van den laatsten consument. In het bedrijf van elke onderneming is één of zijn meerdere fasen van dit omvormingsproces georganiseerd. Men kan het zoo voorstellen, dat door elk bedrijf bij normalen productie-omvang een goederenstroom wordt voortgestuwd. Die stroom kan regelmatig weerkeerende en dus voorzienbare verbredingen en versmallingen vertoonen. Indien de grootte van het in de onderneming geïnvesteerde vermogen hiermee niet parallel kan blijven lopen, zal in den regel de financiering ondoelmatig zijn. Er zijn hier uiteraard twee gevallen mogelijk. In de eerste plaats, dat het vermogen den kapitaalgoederenstroom niet volgt in zijn versmallingen. Dan ontstaat het verschijnsel van den z.g. vermogensleegloop. We krijgen hier dus te doen met een vorm van verspilling althans wanneer, zooals algemeen wordt aangenomen, het vastleggen van vermogen in het productieproces een offer beteekent, een offer van gederfde rente.

Als het vermogen den kapitaalgoederenstroom niet volgt in zijn verbredingen, ontstaat een veel ernstiger situatie. Immers, de kapitaalgoederenstroom zal zich noodgedwongen aan de grootte van het beschikbare vermogen moeten aanpassen. De onderneming zal noodgedwongen haar productieproces moeten inkrimpen of, zoo dit niet mogelijk is, tot volledige liquidatie moeten overgaan <sup>1)</sup>.

Deze geheele of gedeeltelijke liquidatie kan slechts vermeden worden door een min of meer ingrijpende wijziging in de structuur van het vermogen der onderneming, dus door *reorganisatie* <sup>2)</sup>.

Voor de productie-onderneming beteekent handhaving van de liquiditeit dus het bewaren van evenwicht tusschen de uitzettingen en contracties van de koopkracht in de kapitaalgoederen der onderneming opgesloten en de door opname-mogelijkheid en terug-

<sup>1)</sup> Het financieele budget wordt dan uitgangspunt voor het beheer, het financieele plan wordt primair plan, zooals Lohmann het uitdrukt. M. Lohmann: *Der Wirtschaftsplan der Unternehmung*. Berlin—Leipzig 1930. Blz. 117. Ten onrechte o.i. meent Lohmann, dat het financieele budget alleen primair is bij vestiging of uitbreiding van ondernemingen en wel bij gebrek aan een beter uitgangspunt. Ook bij stringente credietsituaties zal het financieele budget uitgangspunt voor de bedrijfsbegroting kunnen worden.

<sup>2)</sup> Wij willen hiermee natuurlijk niet zeggen, dat illiquiditeit de eenige oorzaak is van reorganisatie. Ook onvoldoende *rentabiliteit* kan daartoe aanleiding geven, zooals we in het vervolg van onze beschouwing nader zullen trachten aan te toonen. In dat geval kan zelfs de reorganiseerende onderneming het beeld van een zeer gunstige liquiditeit vertoonen, zooals dat het geval was bij de reorganisatie van de Centrale Suiker Maatschappij in 1935.



betalingsverplichting bepaalde uitzettingen en contracties van het beschikbare vermogen.

De liquiditeitshandhaving is dus in onze verkeershuishouding te zien als het bewaren van evenwicht in de toestrooming en afvloeiing van geld op zoodanige wijze, dat zoowel een teveel als een te weinig aan vermogen wordt vermeden <sup>1)</sup> <sup>2)</sup>.

## § 2. *Mogelijkheid van liquiditeitshandhaving bij partieele en totale financiering.*

Indien we ons nu afvragen, op welke wijze het bedoelde evenwicht kan worden bereikt, staan hierbij in beginsel twee wegen open.

In de eerste plaats kan men het vermogen opnemen voor bepaalde kapitaalgoederen of groepen van kapitaalgoederen en het bedrag en den tijdsduur, waarvoor men het opneemt, aanpassen aan den omloopstijd van het vermogen in die kapitaalgoederen.

Men kan echter ook onmiddellijk uitgaan van de fluctuaties in het totale vermogen, althans voorzoover deze zijn te voorzien.

De fluctuaties in het totale in de kapitaalgoederen opgesloten vermogen, zullen in het algemeen beduidend geringer zijn dan die van het vermogen in de afzonderlijke kapitaalgoederen. De verklaring voor dit verschijnsel moet gezocht worden in het feit, dat de momenten van vermogensmaximum en vermogensminimum voor de verschillende

<sup>1)</sup> Op overeenkomstige wijze uit zich ook W. Rieger: Einführung in die Privatwirtschaftslehre Nürnberg 1928 blz. 264.

G. Zentner: Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung Berlin/Wien 1932 onderscheidt liquiditeit ook in „Ueberliquidität” en „Unterliquidität”, blz. 9.

In navolging van beide schrijvers spreekt E. Rink van tweeërlei vorm van: Fehlerhafte Liquidität nl. „Ueberliquidität” en „Illiquidität”. E. Rink: „Liquidität und Risiko”. Wien 1935, blz. 20 e.v. en vooral het schema op blz. 27.

Verder vinden we in de literatuur o.i. als gevolg van een gebrekkig inzicht in het wezen der liquiditeit slechts de tegenstelling tusschen liquiditeit en illiquiditeit.

W. L. Valk: Conjunctuuriagnostose, Haarlem 1935, definieert o.a. op blz. 272 van zijn werk den liquiditeitstoestand als de verhouding tusschen den ingaanden en uitgaanden „geldstroom”.

De door Valk gegeven omschrijving vertoont zekere overeenkomst met onze definitie al is zij, hetgeen Valk ook erkent, weinig scherp. Ten onrechte meent hij, dat de kasvoorraad nihil moet zijn op het punt waar liquiditeit in illiquiditeit omslaat. Er heerscht o.i. reeds illiquiditeit als de kasvoorraad i.v.m. de behoeften van het bedrijf te klein is. Het begrip over-liquiditeit kent Valk overigens evenmin.

<sup>2)</sup> Sommige, vooral Deutsche schrijvers o.a. W. le Coultre in zijn bekende: Praxis der Bilanzkritik Berlin—Wien 1926 onderscheiden bedrijfsliquiditeit en ondernemingsliquiditeit. Ook Rink maakt een onderscheid dat daarmee vrijwel overeenkomt en wel tusschen „Produktionswirtschaftliche” en „Finanzwirtschaftliche Liquidität”.

„Finanzwirtschaftliche Liquidität besteht darin, dass alle Schulden und finanzielle Eventualverpflichtungen der Unternehmung jeweils pünktlich erfüllt werden können.”

„Produktionswirtschaftliche Liquidität besteht darin, dass alle Zahlungsverpflichtungen die der Betrieb durch seine Bereitschaft und die ordnungsgemässe Führung mit sich bringt oder verursachen kann, jeweils pünktlich erfüllt werden können.” Rink: t.a.p. blz. 25.

Deze onderscheiding hebben wij in ons werk niet gevolgd. Zij komt ons ondoelmatig voor. Men verliest daarbij nl. uit het oog, dat het liquiditeitsvraagstuk voor credietinstellingen anders ligt dan voor productieondernemingen. Men heeft in onze wetenschap het liquiditeitsbegrip eerst voor crediet-ondernemingen geformuleerd en heeft getracht dit begrip zonder meer op de productieonderneming toe te passen. Toen dit onmogelijk bleek, heeft men gemeend tweeërlei liquiditeitsbegrip te moeten onderscheiden. Dit nu is o.i. een misvatting. De ondernemingsliquiditeit of „finanzwirtschaftliche” liquiditeit is slechts de liquiditeit voor banken en credietinstellingen, ze is daar tevens echter de bedrijfsliquiditeit. De bedrijfsliquiditeit of „produktionswirtschaftliche” liquiditeit is de liquiditeit der productie-ondernemingen en is daar tevens de ondernemingsliquiditeit.



kapitaalgoederen-groepen in het algemeen niet zullen samenvallen. We hebben hier te doen met een openbaringsvorm van het verschijnsel van de diversiteit, dat op tal van bedrijfseconomische vraagstukken zijn invloed doet gevoelen <sup>1)</sup>.

Als gevolg van dit diversiteitsverschijnsel zal een groot deel van de totale vermogensbehoefte een permanent karakter verkrijgen, ongeacht het feit, dat de omloopstijd van het vermogen in de individuele kapitaalgoederen van beperkten duur is.

Voor deze, veelal zeer groote, permanente kern in de totale behoefte aan vermogen zal de onderneming nu vermogen voor onbepaalden tijd opnemen. Het overblijvende varieerende deel van de vermogensbehoefte zal door crediet op langen of korten termijn kunnen worden gedekt al naar gelang de fluctuaties zich over langere of kortere perioden uitstrekken.

Hoe grooter de diversiteit, hoe meer de fluctuaties in het totale benodigde vermogen zullen worden beperkt zoowel naar haar grootte als naar den tijdsduur, waarover zij zich uitstrekken.

Volgt men den eersten weg, dan zou men kunnen spreken van *partieele* financiering, in het tweede geval van *totale* financiering.

De handhaving van de liquiditeit is *in principe* zoowel bij totale als bij partieele financiering mogelijk.

### § 3. *Keus tusschen partieele en totale financiering een vraagstuk van kosten.*

Indien de fluctuaties in de vermogensbehoefte volkomen voorzienbaar zijn, indien ze naar omvang en tijdsduur uitsluitend worden beheerscht door aard en omvang van het uitgeoefende productieproces, is er uit een oogpunt van liquiditeitshandhaving geen enkele reden aan het eene principe de voorkeur te geven boven het andere.

De kosten aan het verkrijgen van vermogen verbonden, zullen dan uitsluitend beslissend zijn voor de vraag, welke financieele opbouw van de onderneming de meest doelmatige is <sup>2)</sup>.

De kosten zullen niet steeds leiden tot een voorkeur voor totale financiering zooals sommigen meenen. Een combinatie van beide principes zal veelal de uit kostenooqpunt meest doelmatige financieele constructie vormen <sup>3)</sup>.

<sup>1)</sup> Wij volstaan met hier te wijzen op de verschijnselen van differentiatie en parallelisatie, die zonder begrip van den invloed van de diversiteit geen afdoende verklaring kunnen vinden.

<sup>2)</sup> Manschot noemt als primaire eischen voor een doelmatige financiering:

- a. dat elke ondernemer streeft naar een zoo groot mogelijke overeenstemming tusschen omvang en duur van zijn vermogensbehoefte en de voorziening daarin, opdat het ontstaan op eenig tijdstip van een ongewenschten vermogensovervloed wordt voorkomen;
- b. dat het vermogen tegen een zoo laag mogelijken prijs wordt verkregen.

De schrijver meent ten onrechte, zonder hiervoor nochtans een motiveering te geven, dat om dit te bereiken slechts het stelsel van totale financiering kan worden toegepast.

Zooals uit ons betoog zal blijken, zijn er tal van gevallen denkbaar, dat totale financiering duurder uit zou komen.

H. J. Manschot: De functie van de obligatie-leening in de financiering van het Nederlandsch-Indische Bedrijfsleven. Bijdrage in Bedr. Econ.-Opstellen aangeboden aan Prof. Th. Limperg Jr., blz. 145 e.v.

<sup>3)</sup> Men bedenke hierbij dat het kortstondig tijdelijk vermogen, vooral als dat bij de banken in rekening-courant moet worden opgenomen, weliswaar vrij duur is, maar er zijn andere vormen van kort crediet — in het bijzonder die, welke voor de transacties individueel worden verleend — die goed-



Practisch zien we ook gewoonlijke beide beginselen naast elkaar in de financieele structuur der bedrijfshuishoudingen tot uitdrukking komen. Zoo worden veelal transacties, die in haar opeenvolging een permanente of grootendeels permanente vermogensbehoefte zouden veroorzaken, door middel van leveranciers- of afnemerscrediet en soms zelfs ook door middel van bankcrediet gefinancierd. Bepaalde duurzame activa worden, wanneer ze van voldoende omvang zijn om voor hun financiering een beroep op de vermogensmarkt te doen, los van het overige productiemiddelen-complex met behulp van een obligatie-leening gefinancierd waarvan de looptijd met den levensduur van het betrokken actief zooveel mogelijk in verband wordt gebracht <sup>1)</sup>.

We moeten er echter den nadruk op leggen dat we bij onze uitspraak, dat het voor de liquiditeit onverschillig is of partieele dan wel totale financiering wordt toegepast en dat de kosten beslissend zullen zijn voor den uiteindelijken financieelen opbouw, er van uitgegaan zijn, dat het vermogen, dat in de kapitaalgoederen wordt geïnvesteerd, steeds op te voren bepaalbare tijdstippen weer in den geldvorm beschikbaar komt en voorts, dat de fluctuaties in de totale vermogensbehoefte regelmatig terugkeeren en dus als zoodanig zijn te voorzien. We zouden hier van statische verhoudingen kunnen spreken.

Thans moeten we ons aanvankelijk uitgangspunt verlaten en ons afvragen, welke consequenties de dynamische werkelijkheid voor ons probleem heeft. Uitzettingen en contracties van de koopkracht, opgesloten in de kapitaalgoederenmassa, worden niet alleen veroorzaakt door oorzaken in den aard en tijdsduur van het productieproces en de daarbij gebruikte productiemiddelen gelegen.

#### § 4. *Dynamische verhoudingen en haar beteekenis voor de financiering van de onderneming.*

Onder dynamische verhoudingen zijn er tal van andere, gewoonlijk niet te voorziene oorzaken, die den omvang en de waarde van den kapitaalgoederenstroom beïnvloeden. In de eerste plaats valt te wijzen op de mogelijkheid van het optreden van prijsveranderingen. De prijzen der in de onderneming aan te wenden kapitaalgoederen kunnen stijgen of dalen. Dit kan het gevolg zijn van algemeene en dus gewoonlijk door monetaire factoren in het leven geroepen prijsbewegingen, maar ook van bijzondere, bepaalde goederen betreffende, prijsveranderingen. Op zichzelf behoeft dit, zooals we straks nog nader zullen zien, geen moeilijkheden op te leveren, mits de onderlinge verhoudingen tusschen de prijzen op in- en verkoopmarkten zich niet wijzigen. Is dit wel het geval, dan wijzigt zich ook de rentabiliteit van het productieproces en daardoor kan ook de liquiditeit in gevaar komen. Een gedaalde rentabiliteit zal tevens tot illiquiditeit kunnen leiden en zeker zal dit op den duur bij verliesgevende productie het geval zijn. Om-

kooper te verkrijgen zijn. We denken hierbij o.a. aan leveranciers- en afnemerscredieten en aan de credieten voor speciale transacties door de banken verleend.

Een uitvoeriger beschouwing over de verhouding van partieele en totale financiering, die buiten het kader van dit werk valt, vindt men in een artikel: Enkele beschouwingen over de leer der financiering, door ons gepubliceerd in het Maandbl. voor Sociaal-econ. Wetenschappen Nov. 1944. Febr. 1945.

Tot een andere opvatting komt H. J. v. d. Schroeff in een artikel in het Maandbl. v. Acc. en Bedr., Jan. 1941: Omlooptijd van het vermogen en vervangingsverplichting.

<sup>1)</sup> Een typisch voorbeeld hiervan leveren, hoewel geen ondernemingen in strikten zin, de gemeente-bedrijven op. Echter ook bij particuliere ondernemingen kunnen wij dit verschijnsel constateeren, zonder dat hier a priori van een foutieve financieele structuur mag worden gesproken.



gekeerd zal natuurlijk een verbetering van de rentabiliteit — althans op den duur — tot gunstige liquiditeitsverhoudingen aanleiding kunnen geven <sup>1)</sup>).

Vanuit het standpunt der liquiditeit gezien, beteekent daling van de rentabiliteit verstoring van den regelmatigen en voorzienbaren omloop van het vermogen in de achtereenvolgende productieprocessen.

Behalve de in de dynamische werkelijkheid voortdurend zich wijzigende rentabiliteitsverhoudingen ondergaat ook de credietsituatie voortdurend niet te voorziene veranderingen.

Hierdoor kan de onderneming zich gesteld zien zoowel voor plotselinge, althans ontijdige opvraging van verleend crediet, alsook voor het ontbreken van de mogelijkheid nieuw vermogen op te nemen.

Niet alleen valt hier te denken aan een vermindering van de ruimte op geld- en kapitaalmarkt, maar ook aan wijzigingen in de crediettermijnen, die de eene onderneming aan de andere toestaat.

Belangrijke wijzigingen in omvang en wijze van heffing der belastingen kunnen eveneens belangrijke, aan die van rentabiliteitsverandering analoge, consequenties voor de handhaving der liquiditeit met zich brengen. Ten slotte wordt nog gewezen op den invloed van kapitaalvernietiging door allerlei onvoorzienbare gebeurtenissen als fraude, natuur- of oorlogsrampen e.d.

Het bestek van ons werk laat niet toe op al deze factoren nader in te gaan. Wij zullen in de volgende beschouwingen ons in hoofdzaak althans bepalen tot die factoren, die aan conjunctuurveranderingen zijn toe te schrijven.

Bij den financieelen opzet van een bedrijfshuishouding, althans van een bedrijfshuishouding, die als particuliere onderneming is georganiseerd, hebben wij er rekening mede te houden, dat aan deze dynamische invloeden weerstand kan worden geboden. Zooals wij reeds gelegenheid hadden op te merken, wordt in ongunstige conjunctuurperioden het weerstandsvermogen op de hoogste proef gesteld. De wijze van financiering nu is een belangrijke bepalingsfactor voor het weerstandsvermogen. Zoo merkt Dewing op, dat het falen van de meeste der door hem onderzochte ondernemingen niet in de eerste plaats aan haar organisatie, maar voornamelijk aan haar wijze van financiering en het financieel beheer van haar bestuurders is te wijten <sup>2)</sup>.

Ook andere schrijvers komen tot dezelfde conclusie <sup>3)</sup>. Vele ondernemingen, die tot een min of meer ingrijpende financieele reorganisatie moesten overgaan, werden hiertoe gedwongen, doordat zij niet in staat bleken ook in ongunstige tijden de lasten te dragen, die met de wijze, waarop zij haar vermogen hadden verkregen, verbonden waren.

<sup>1)</sup> Het verband tusschen liquiditeit en rentabiliteit is niet wederkeerig. Weliswaar kan illiquiditeit oorzaak zijn van min of meer gedwongen en daardoor verlies gevende verkoopen en dus van daling der rentabiliteit, omgekeerd behoeft overvloed van liquide middelen geenszins tot verhooging van de rentabiliteit te leiden. Vgl. Valk t.a.p. blz. 270 e.v.

<sup>2)</sup> Corporate promotions and reorganizations Cambridge 1914. Dewing merkt op blz. 357/358 op: The direct cause of failure in every instance was the deflection of working capital to the payment of interest and dividends. Beneath this, as the fundamental cause, was the lack of promoters in placing bonds upon an untried-industrial enterprise and the lack of conservatism of the early management in paying dividend without due regard to sound principles of finance.

<sup>3)</sup> Vgl. P. P. v. Berkum: Beschouwingen naar aanleiding van de reorganisatie bij Van Vollenhoven. Maandschrift Economie Februari 1941.



De handhaving van de liquiditeit onder dynamische verhoudingen beteekent, dat wij ook het hoofd moeten kunnen bieden aan niet te voorziene uitzettingen en contracties van de in de kapitaalgoederen der bedrijfshuishouding aanwezige koopkracht.

Zooals bekend mag worden ondersteld, onderscheidt men volgens de moderne conjunctuurleer in het conjunctuurverloop gewoonlijk de volgende fasen: de periode van herstel, de periode van bedrijvigheid, de periode van spanning, de crisis en de depressieperiode.

De prijsstijging in de periode van opgaande conjunctuur heeft een voortdurende toename van het benodigde vermogen tengevolge. Toch is het probleem van de liquiditeits-handhaving hier niet moeilijk. Indien verkoopprijzen en winsten op basis van de vervangingswaarde worden bepaald, verkrijgt en behoudt de bedrijfshuishouding steeds na elken ruil de grootere hoeveelheid middelen, die zij voor de voortzetting van haar bedrijf noodig heeft <sup>1)</sup>. De vergrooting van het beschikbare vermogen loopt evenwijdig aan de toename van de koopkracht, die in de kapitaalgoederen vastgelegd moet blijven.

Zou de onderneming een prijs- en winstverdeelingspolitiek volgen, die niet op het beginsel van de vervangingswaarde is gegrondvest, dan blijft die automatische aanpassing van het beschikbare vermogen aan de door de prijsstijging veroorzaakte vergroote vermogensbehoefte achterwege. Niettemin zal de onderneming ook in dat geval over voldoende mogelijkheden beschikken om middelen voor haar vergroote credietbehoefte te verkrijgen. De later optredende fasen in het conjunctuurverloop stellen de onderneming ook wat de handhaving van haar liquiditeit aangaat voor grootere moeilijkheden. Het komt er op aan, of zij ook in ongunstige tijden in staat is voldoende liquide te blijven. Ontbreekt haar die mogelijkheid, dan zal zij zich voor de keus gesteld zien te reorganiseeren of te liquideeren.

Het financieringsprobleem is onder de wisselende verhoudingen van de dynamische maatschappij een vraagstuk van het scheppen van weerstandsvermogen tegen het gevaar van illiquiditeit. Zij, die het financieringsprobleem uitsluitend als kostenprobleem zien, verliezen dit uit het oog. Omgekeerd komt in de beschouwingen, die bij de financiering van den omlooptijd van het vermogen uitgaan onvoldoende tot uitdrukking, dat de reproductie in contanten van het geïnvesteerde vermogen afhankelijk is van den verkoop der producten tot een prijs, die de kosten dekt. En dit laatste onderstelt weer gelijkblijvende verhoudingen op in- en verkoopmarkten.

Wanneer men nu het financieringsprobleem onder dynamische verhoudingen beschouwt, is de keus tusschen een vermogensstructuur gebaseerd op den omlooptijd van het vermogen in de individuele kapitaalgoederen en een waarbij van de fluctuaties in de waarde van het totale kapitaalgoederencomplex wordt uitgegaan, niet alleen een kwestie van kosten.

## § 5. Voordeelen van totale financiering beoordeeld vanuit dynamische verhoudingen.

De onderneming, die bij haar financiering in belangrijke mate uitgegaan is van de

<sup>1)</sup> Op zichzelf kan hieruit de z.g. vervangingswaardetheorie nog niet worden beredeneerd, zooals men veelal in navolging van Schmidt meent. Men heeft hierin slechts een gevolg van de toepassing van het vervangingswaardebeginsel te zien.

Men vergelijkte hiervoor onze beschouwingen in: „Leerboek der Bedrijfseconomie I” 4e dr. Wassenaar 1946 blz. 32 e.v.



vermogenscirculatie in de individuele goederen, waaruit haar kapitaal is opgebouwd, zal in het algemeen minder geschikt zijn om aan eventueel optredende ongunstige verhoudingen weerstand te bieden dan zij, die met haar financiering meer rekening gehouden heeft met de gedragingen van het totale in het bedrijf geïnvesteerde vermogen.

Deze uitspraak behoeft nadere motiveering.

Het zijn zooals gezegd juist de perioden van spanning, crisis en depressie, die aan het weerstandsvermogen van de onderneming de hoogste eischen stellen. In de periode van spanning wordt het verkrijgen van crediet steeds moeilijker. Spiethoff spreekt hier van „Periode des Kapitalmangels” <sup>1)</sup>.

De rentestand, vooral die voor kort crediet kan op het einde dier periode, kort voor het uitbreken van de crisis tot fantastische hoogte stijgen. Het is duidelijk, dat een onderneming, die voor de financiering van haar achtereenvolgende productieprocessen is aangewezen op een opeenvolging van credieten op korten termijn reeds op het einde van de hausse in ernstige liquiditeitsmoeilijkheden kan komen. De onmogelijkheid om het afgeloste crediet weer op te nemen, kan de onderneming dwingen tot rigoureuze inkrimping van haar bedrijf en tot liquidatie van een gedeelte van haar voorraden. Zij loopt zelfs gevaar de crisis *niet* te kunnen doorstaan.

Niet alleen in de regelmatig in het conjunctuurverloop optredende periode van credietspanning komt de onderneming in moeilijkheden. Ook de meer incidenteel optredende gevallen van credietschaarschte kunnen haar noodlottig worden. In het algemeen kunnen we zeggen, dat de hier bedoelde wijze van financiering de onderneming gevoelig en kwetsbaar maakt voor alle ongunstige verhoudingen op de credietmarkt. De onderneming die haar opeenvolgende productieprocessen met permanent vermogen heeft gefinancierd, zal voor deze invloeden vrij ongevoelig blijven.

In de depressie-perioden staat de onderneming, die het door haar opgenomen vermogen in verband gebracht heeft met den omloopstijd daarvan in de individuele kapitaal-goederen, eveneens betrekkelijk zwak. De in de periode van depressie zich openbarende afzetmoeilijkheden zullen oorzaak zijn, dat het vermogen zijn omloop niet in den normalen tijd zal kunnen volbrengen.

Indien de goederen, waarin het vermogen werd geïnvesteerd, onverkoopbaar blijken of slechts tegen lagere prijzen kunnen worden verkocht, keert het niet of slechts ten deele in den geldvorm terug en is terugbetaling uiteraard niet zonder bijzondere maatregelen mogelijk <sup>2)</sup>.

De gedwongen inkrimping van het bedrijf in de periode van neergaande conjunctuur doet de behoefte aan vernieuwing van het opgenomen crediet sterk afnemen. Ondernemingen, die haar opeenvolgende processen en haar regelmatig vernieuwing eischende complexen duurzame kapitaalgoederen met permanent vermogen gefinancierd hebben, zullen in de depressie een belangrijke verbetering van haar liquiditeitspositie kunnen constateeren. Ook al zal misschien een deel van haar voorraden onverkoopbaar blijken of slechts tegen lagere prijzen van de hand gedaan kunnen worden, zullen voor haar daaruit geen moeilijkheden ontstaan. Doordat de opbrengst van haar producten niet in nieuwe

<sup>1)</sup> Art. Krisen in: „Handwörterbuch der Staatswissenschaften”, 4e Aufl. Jena 1923/26.

<sup>2)</sup> Vgl. P. P. van Berkum: Het liquiditeitsvraagstuk in de productie-onderneming. Tilburg. 1939. De schrijver merkt hier op, dat in beginsel toepassing van een financieringsfiguur, waarin de vlottende bedrijfsmiddelen uit crediet met korten omlooptijd voortkomen, de onderneming bij voortdurend met illiquiditeit bedreigt, blz. 10.



productieprocessen kan worden aangewend, zullen we hier een zekeren overvloed aan liquide middelen zien optreden. Een verschijnsel, dat typeerend is voor de depressieperiode, maar dat in den hier aangeduiden vorm een consequentie is van de gevolgde wijze van financiering <sup>1)</sup>.

We zien dus een belangrijk verschil in weerstandsvermogen al naar gelang de onderneming haar financiering heeft geregeld naar den omlooptijd van het vermogen in de individueele kapitaalgoederen of naar de fluctuaties in het vermogen in het totale kapitaalgoederencomplex geïnvesteerd. Aan het einde der hausse zal het door de spanningen op de credietmarkt eerstgenoemde onderneming moeilijk vallen voor de voortzetting van haar loopende productieprocessen het benodigde vermogen te verkrijgen, terwijl zij in de depressieperiode door de stagnatie in den omloop van het vermogen niet in staat zal zijn, aan haar verplichtingen tot terugbetaling van het opgenomen vermogen te voldoen.

Het vermogen, dat voor een bepaalden tijd aan de onderneming is toevertrouwd, zal een rente-vergoeding eischen, die onafhankelijk is van de bedrijfsresultaten. De verschaffer van tijdelijk vermogen kan in het algemeen niet met een aandeel in de winst worden gehonoreerd. Een aandeel in de winst eischt de mogelijkheid van een min of meer duurzame participatie in het vermogen. Het opnemen van tijdelijk vermogen beteekent het aanvaarden van een vasten rentelast. Ook hierdoor wordt het weerstandsvermogen van de onderneming verzwakt. De noodzakelijkheid om onafhankelijk van de uitkomsten van het bedrijf rente te moeten betalen en bij langdurig tijdelijk vermogen bovendien regelmatig te moeten aflossen, leidt veelal tot een ongezone ontwikkeling in het gebruik van leverancierscrediet en in sommige gevallen eveneens tot het onevenredig hoog oplopen van het saldo bij de bank. Ter handhaving van haar credietwaardigheid zal de onderneming zoolang mogelijk trachten aan haar rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Hier ligt de reden, dat de meeste ondernemingen zich bij reorganisatie voor het probleem gesteld zien, hoe de noodige voorzieningen met crediteuren en bank te treffen.

#### § 6. *Voordeelen van partieele financiering onder dynamische invloeden.*

Het wil ons echter voorkomen, dat deze voordeelen van de totale financiering nog niet toereikend zijn om de toepassing van partieele financiering onder dynamische verhoudingen geheel te veroordeelen.

<sup>1)</sup> In zijn artikelenreeks: De invloed van de crisis op de onderneming, in de Naaml. Vennootschap van 1930/31 merkt ook G. W. M. Huysmans op, dat de depressie een liquiditeitsverbetering zoowel als een liquiditeitsvermindering kan beteekenen. Op de oorzaken van dit verschijnsel gaat hij echter o.i. niet voldoende in. Zien wij goed, dan zijn in laatste instantie, voorzoover het de uitgaven betreft althans, die oorzaken gelegen in de voorraadpolitiek en de wijze van financieren der voorraden. Terwijl de inkomsten in de depressie steeds zullen afnemen, kunnen de uitgaven in verhouding tot de inkomsten zoowel stijgen als dalen. Heeft de onderneming groote voorraden met eigen middelen gefinancierd, dan zal haar liquiditeitspositie in de depressie een belangrijke verbetering kunnen ondergaan, indien tenminste de opbrengst van haar producten niet al te zeer achteruit loopt. Zij behoeft immers voorloopig die voorraden niet aan te vullen. Zijn de voorraden gering, dan zal de voortzetting van het bedrijf tot een verslechtering van de liquiditeitspositie leiden. Daartegenover staat, dat in dat geval de stopzetting van het bedrijf eerder rationeel zal zijn. Is de voorraad met vreemd vermogen gefinancierd, dan zal ook de stopzetting of inkrimping van het bedrijf ons niet kunnen bewaren voor een toenemende illiquiditeit.

De onderneming, die veel vaste kapitaalgoederen moet aanwenden, staat gelijk met een onderneming die — noodgedwongen — groote voorraden aanhoudt.



Partieele financiering beteekent in het algemeen het toekennen van een grootere plaats aan het vreemde vermogen dan bij totale financiering het geval is. Voorzoover het vreemde vermogen direct op de vermogensmarkt kan worden opgenomen, zal het in den regel goedkooper zijn dan eigen vermogen. Hoewel ook bij het op grooter schaal aanwenden van eigen vermogen, zooals dat door de totale financiering wordt geëischt, de mogelijkheid bestaat de zeggenschap van nieuwe geldgevers te beperken, kan in het ontbreken van het recht op inmenging in het beheer eveneens een voordeel van het gebruik van vreemd vermogen en dus ook van partieele financiering worden gezien.

Afgezien van deze voordeelen kan er voorts op worden gewezen, dat de onderneming bij partieele financiering beter in staat zal zijn, de grootte van het in haar bedrijf aanwezige vermogen op korten termijn aan te passen aan de fluctuaties in de vermogensbehoeften, die door de dynamiek van het economische leven worden teweeg gebracht. We hebben hier te doen met onvoorzienbare fluctuaties in de vermogensbehoefte. Het leggen van verband tusschen den omloop van het vermogen in de individueele transacties en den tijdsduur, waarvoor het vermogen verkregen wordt, stelt ons in staat den omvang van het beschikbare vermogen betrekkelijk snel aan hetgeen benodigd is aan te passen. De kosten van vermogensvastlegging zijn voor deze bedrijven dus voor een deel als variabele kosten te beschouwen, terwijl ze voor die bedrijven, die het vermogen voor langen of onbepaalden tijdsduur hebben aangetrokken, als constante kosten moeten worden beschouwd. De wijze van financiering, welke gebaseerd is op den omlooptijd in de individueele kapitaalgoederen, beteekent dus een verlichting van den druk der constante kosten in de onderneming in tijden van depressie.

De financiering met eigen vermogen is in het algemeen onelastisch i.v.m. de binding van de hoofdsom, de onderneming heeft echter de vrijheid zelf te bepalen wat zij aan rente wil betalen. Met het vreemde vermogen is het juist omgekeerd. Hier kan de onderneming steeds opnieuw bepalen welk bedrag zij noodig heeft; zij is echter daarbij gebonden aan een vaste, althans van het resultaat van het bedrijf onafhankelijke rente.

Partieele financiering heeft dus in het algemeen een kostenvoordeel, zoowel door een lageren renteprijs als door een meer elastische kostenstructuur. De vrijheid van de onderneming in de bepaling van het dividend waardoor althans een zekere elasticiteit in de te betalen rente zou ontstaan — de rentekosten blijven uiteraard, zoo lang de hoofdsom niet verandert, dezelfde — is intusschen vaak minder groot dan op grond van het formeel verschil tusschen aandeel en obligatie zou kunnen worden verondersteld. We zullen nog gelegenheid hebben hierop nader terug te komen in ons volgend hoofdstuk <sup>1)</sup>.

## § 7. *Grenzen voor het gebruik van vreemd vermogen.*

De hier genoemde voordeelen hebben de ondernemers er veelal toe gebracht in belang-

<sup>1)</sup> A. B. A. v. Ketel maakt in zijn: *Schetsen uit de financiering van de onderneming*; Bedr. ec. monographieën deel VIII en IX Leiden 1944, blz. 111 e.v., een principieel onderscheid tusschen het absoluut gebonden, het z.g. eigen vermogen en het betrekkelijk gebonden vermogen, het z.g. vreemde vermogen. Het wil ons voorkomen, dat de verschillen tusschen aandeelenvermogen en obligatievermogen minder groot zijn dan de verschillen tusschen het door zelffinanciering verkregen vermogen enerzijds en het vermogen verkregen door een beroep op derden anderzijds. Slechts bij het door zelffinanciering verkregen vermogen is er o.i. sprake van absolute binding. Bij het aandeelenvermogen is er wel absolute binding aan de onderneming, de spaarder kan zich echter niet absoluut binden. Vandaar dat de verhandelbaarheid der aandeelen ontstond, deze had op den duur weer de „Verrentung” van het aandeel tengevolge.



rijker mate van vreemd vermogen gebruik te maken dan voor het weerstandsvermogen van hun ondernemingen wenschelijk was. Waar vele déconfituren moesten worden toegeschreven aan een te ruim gebruik van vreemd vermogen, is er in de bedrijfseconomische literatuur een streven ontstaan om te komen tot algemeene regels voor het gebruik van vreemd vermogen. Zoowel in de Duitsche als in de Amerikaansche literatuur vinden we dergelijke normen. Van groote beteekenis kunnen we ze echter niet achten.

Zij berusten niet op wetenschappelijken grondslag, maar slechts op de veelal onvoldoende ervaring van de opstellers. Het is hier de plaats niet al deze regels aan een bespreking te onderwerpen <sup>1)</sup>. Zij behooren naar het ons voorkomt bovendien tot een phase in de ontwikkeling der bedrijfseconomie, die reeds geruimen tijd achter ons ligt, de periode n.l. dat de bedrijfseconomie voornamelijk als kunstleer werd opgevat en beoefend.

Merkwaardig genoeg vinden we in een werk van meer recenten datum — het hierboven reeds geciteerde geschrift van Sandig — opnieuw een poging om de grens, waarbinnen het gebruik van vreemd vermogen toelaatbaar en zonder gevaar voor het weerstandsvermogen mogelijk is, quantitatief te bepalen <sup>2)</sup>. Omdat dit vraagstuk aldus in de nieuwere literatuur opnieuw aan de orde is gesteld, kunnen wij het niet geheel laten rusten.

Het vreemde vermogen — aldus Sandig — is niet geïnteresseerd bij de uitkomsten van het productieproces. Het heeft daaraan ook geen deel. Daarom moet het vreemde vermogen zoowel naar tijdruimte als naar de waarde gebonden worden.

Binding naar tijdruimte beteekent, dat het vreemde vermogen niet dan na het verstrijken van een bepaalden tijd kan worden teruggevraagd. Deze binding is echter niet voldoende. Ook na het verstrijken van den crediettermijn kan de onderneming in moeilijkheden komen, als haar op dat moment de middelen tot terugbetaling ontbreken. Noodzakelijk wordt diensgevolge, dat de onderneming dan beschikt over activa, realiseerbaar tot een bedrag gelijk aan de grootte van het vreemde vermogen.

Voorzover de goederen bij den ruil realiseerbaar zijn en tot het bedrag waarvoor ze realiseerbaar zijn, hebben zij volgens Sandig „Marktwertnahe Eignungswert”. De toelaatbare omvang van het gebruik van vreemd vermogen wordt nu door die „marktwertnahe Eignungswert” bepaald. Dat beteekent binding van het vreemde vermogen naar de waarde.

Het wil ons voorkomen, dat de binding naar de waarde, zooals Sandig die wenscht slechts beteekenis kan hebben voor de crediteuren. Zij verkrijgen vooropgesteld althans, dat de „marktwertnahe Eignungswert” een objectief bepaalbare grootte zou zijn, zekerheid, dat in de onderneming zich activa bevinden, waarvan de opbrengst bij liquidatie toereikend zal zijn om daaruit hun vorderingen te voldoen. Behalve in het geval, dat de goederen reeds verkocht, maar nog niet geleverd zijn, is de vaststelling van die „marktwertnahe Eignungswert” niettemin toch van subjectief inzicht afhankelijk <sup>3)</sup>.

Voor het weerstandsvermogen van de onderneming heeft de door Sandig gewenschte

<sup>1)</sup> Een bespreking van deze regels vindt men bij Sandig: *Finanzierung mit Fremdkapital*, Stuttgart 1930.

<sup>2)</sup> De totale onbruikbaarheid van deze normen wordt wel treffend geïllustreerd door het feit, dat de meeste der in het hierna nog te bespreken onderzoek van Smith en Winakor betrokken ondernemingen vlak voor de déconfiture nog voldeden aan de zg. 2 : 1 regel. Bij ons eigen onderzoek kwamen we tot overeenkomstige resultaten. Vgl. hoofdstuk V.

<sup>3)</sup> Op de onmogelijkheid de „marktnahe Eignungswert” quantitatief te bepalen, wijst ook Psenicny: *Die Krisenfestigkeit der Unternehmung* Wien 1934, blz. 96.



binding naar onze meening echter geen beteekenis. Voor haar worden de moeilijkheden, veroorzaakt door het zich terugtrekken van het vreemde vermogen, door de aanwezigheid van een zeker quantum „marktwertnahe Eignungswert” geenszins opgelost. Vreemd vermogen wordt opgenomen in de veronderstelling dat na afloop van den tijd, waarin het wordt aangetrokken, de uitgevoerde transacties ons in staat zullen stellen tot terugbetaling over te gaan. Wanneer nu het resultaat van die transacties beneden de verwachtingen blijft, zullen de middelen tot aflossing van het opgenomen crediet ontbreken. Beschikt de onderneming nu over goederen, die „marktwertnahe Eignungswert” hebben, of die, om het anders uit te drukken, onmiddellijk verkoopbaar zijn tegen een van te voren te benaderen prijs, dan is de aflossing van het crediet niet van de bovenbedoelde transacties afhankelijk.

Dit is echter zooals gezegd, op dat moment alleen van beteekenis voor den crediteur. Voor de onderneming beteekent het afstooten dier activa niet anders dan een gedeeltelijke liquidatie en dus een ernstige verstoring van den gang van het productieproces. Onder bepaalde omstandigheden kan de aanwezigheid van „marktwertnahe Eignungswert” de mogelijkheid bieden tot het opnemen van nieuw vreemd vermogen ter vervanging van het oude en dan kan althans voorloopig het afstooten van activa uit de onderneming worden vermeden. Dit is echter slechts uitstel van executie. Als de transacties, waarvoor het crediet werd verleend, niet of slechts met verlies uit te voeren zijn, zullen toch vroeg of laat de betrokken activa uit het complementaire geheel van het bedrijf moeten worden afgescheiden. Een waarborg tegen storing van den bedrijfsgang beteekent de „marktwertnahe Eignungswert” dus niet. Hierbij komt nog, dat ook volgens Sandig, het op deze wijze gebruik maken van de „marktwertnahe Eignungswert” niet anders mogelijk is dan wanneer de onderneming nog een „anerkannte” credietwaardigheid bezit. En deze laatste zal natuurlijk bij den bovengeschetsten gang van zaken op den duur verdwijnen. Ook het gebruik van deze door Sandig in hoofdzaak deductief gevonden „Faustregel” kan het weerstandsvermogen van de onderneming in het algemeen niet vergrooten, evenmin als dit het geval is bij toepassing van de inductief en intuïtief verkregen regels uit de oudere financieringsliteratuur.

#### § 8. *Beteekenis van reserve-activa bij partieele financiering.*

Bij totale financiering heeft de onderneming zooals we gezegd hebben in het algemeen grooter weerstandsvermogen, zoodat onder de wisselende verhoudingen der dynamische maatschappij, dit systeem de voorkeur verdient boven dat der partieele financiering. Het weerstandsvermogen kan echter ook worden vergroot door de aanwezigheid van reserve-activa. Onder reserve-activa verstaan we hier activa van liquiden aard, die echter in het bedrijf, dus voor de voortzetting van het productie-proces niet noodig zijn. Activa dus, die op korten termijn en zonder belangrijke oogenblikkelijke verliezen in geld kunnen worden omgezet <sup>1)</sup>.

Deze reserve-activa kunnen nu aangesproken worden als de onderneming door ongunstige bedrijfsresultaten in financieele moeilijkheden zou geraken. Wanneer de

<sup>1)</sup> v. Ketel — Schetsen: t.a.p. dl. I, blz. 105 maakt onderscheid tusschen reserve-activa en regulatie-activa. Deze onderscheiding mist o.i. voldoende grond om in onze literatuur algemeen ingang te vinden. Immers, deze laatste activa — activa, waarin het vermogen tijdelijk ter latere herinvesteering in het productie-proces opgesloten is — reguleeren niets. Zij zijn slechts een uitvloeisel van het tijdelijk ontbreken van evenwicht tusschen goederen- en geldstroom.



onderneming heeft gezorgd over deze activa te kunnen beschikken, is partieele financiering ook onder dynamische verhoudingen mogelijk, zonder dat nochtans een algemeene regel kan worden gegeven op grond waarvan kan worden bepaald in welken omvang dit financieringssysteem toelaatbaar is.

Eenig richtsnoer voor de bepaling van den omvang, waarin bij toepassing van partieele financiering reserve-activa noodig zijn, zou althans wat betreft het crediet op langen termijn gevonden kunnen worden door na te gaan welke vaste lasten aan rente en aflossingen jaarlijks moeten worden voldaan. Zijn tot het bedrag dat gedurende eenige jaren benoodigd is, activa in de onderneming aanwezig, die zij zonder gevaar voor het voortbestaan van haar bedrijf kan afstooten, dan heeft zij althans voorloopig een mogelijkheid, weerstand te bieden aan tijdelijk ongunstige marktverhoudingen, waardoor haar resultaten beneden de op te brengen vaste lasten zouden dalen. Voor het crediet op korten termijn geldt uiteraard deze mogelijkheid niet. Immers, wilde men hiervoor dezen regel volgen, dan zou men beter de reserve-activa kunnen realiseeren en het opgenomen crediet terugbetalen. Voor deze credieten is de noodzaak van het aanhouden van reserve-activa in zekeren zin ook minder groot. De verschaffers van deze credieten, als regel de leveranciers en de bank hebben belang bij het voortbestaan van de onderneming. Hier kan feitelijk niet van een „Nicht-interesse” van het vreemde kapitaal gesproken worden.

Bovendien zullen deze credieten nagenoeg altijd wel uit de opbrengsten van de loopende productie kunnen worden betaald. Acuut worden de moeilijkheden gewoonlijk eerst dan, als bank en leveranciers geen verder crediet meer kunnen verleen en de onderneming niettemin haar vaste verplichtingen jegens haar geldgevers op langen termijn moet nakomen. Beschikt zij over reserve-activa, die zij kan realiseeren, dan is zij niet van het verkrijgen van grooter crediet van de bank of van haar leveranciers afhankelijk. Zij kan uit de opbrengst van die reserve-activa haar rente en aflossingsverplichtingen voldoen en behoeft het crediet van bank of leveranciers niet verder aan te spreken.

Dat overigens reserve-activa ook bij aanwending van kort vermogen niet zonder beteekenis zijn, moge blijken uit de volgende redeneering, die wij duidelijkheidshalve met een voorbeeld illustreeren:

Stel de behoefte aan kort vermogen is in een bedrijf op het moment van de te voorziene spitsen  $f$  100.000.—, de spitsbehoefte bereiken zelf een hoogte van  $f$  30.000.— boven hetgeen daarbuiten regelmatig is benoodigd. Door onvoorziene factoren loopt de vermogensbehoefte terug tot  $f$  40.000.—, de toestand van de geldmarkt maakt het echter onmogelijk, meer dan  $f$  25.000.— op te nemen.

Indien nu het bedrijf overeenkomstig het beginsel der partieele financiering  $f$  100.000.— door kort crediet heeft verkregen, kan zij haar financiering aan die onvoorzienbare omstandigheden aanpassen, maar zij komt toch in moeilijkheden als zij niet over reserve-activa tot tenminste een bedrag van  $f$  15.000.— beschikt om het thans beschikbare crediet van slechts  $f$  25.000.— aan te vullen tot  $f$  40.000.—.

Heeft men echter gefinancierd overeenkomstig het beginsel der totale financiering, dan zou het bedrijf kort vermogen tot een bedrag van  $f$  30.000.— hebben opgenomen, terwijl  $f$  70.000.— door eigen vermogen zou zijn gedekt. Loopt de vermogensbehoefte tot  $f$  40.000.— terug, dan ondervindt het bedrijf geen moeilijkheden, maar er blijft  $f$  30.000.— over, waarvoor geen emplooi is.

In dit geval is het dus zeer goed mogelijk, dat partieele financiering gesteund door de noodige reserve-activa de voorkeur verdient boven totale financiering, waarbij



men zich minder gemakkelijk aan gewijzigde verhoudingen kan aanpassen.

Wij willen met het bovenstaande geen nieuwe „Faustregel” poneeren. Beoogd werd slechts een algemeene richtlijn te geven voor de bepaling van de reserve-activa bij partieele financiering.

Bij de bepaling van de mate, waarin het stelsel van partieele financiering zal kunnen worden toegepast, zal ook rekening gehouden moeten worden met de kosten, verbonden aan totale zoowel als aan partieele financiering, alsook met het rendement der benodigde reserve-activa. De mate, waarin deze laatste nodig zijn, zal mede afhankelijk zijn van den aard en van de conjunctuurgevoeligheid van het bedrijf.

De conjunctuurgevoeligheid van het bedrijf kan bij aanwending van vreemd vermogen in het kader der partieele financiering aanwezigheid van reserve-activa in zoo grooten omvang noodig maken, dat aanwending van permanent vermogen tot het bedrag bij totale financiering vereischt, of zelfs daar nog bovenuitgaande de voorkeur verdient <sup>1)</sup>.

Wij mogen uit het bovenstaande niet concludeeren, dat reserve-activa bij een stelsel van totale financiering geheel zouden kunnen ontbreken. Het verschil in beteekenis der reserve-activa bij beide systemen van financiering kan wellicht als volgt worden weergegeven:

Reserve-activa zijn bij partieele financiering gewenscht in de volgende gevallen:

1. Vermogen is na aflossing niet opnieuw te verkrijgen.
2. Vermogen moet afgelost worden voor het zijn omloop heeft volbracht.
3. Effectieve verliezen zijn oorzaak, dat de omloop niet wordt volbracht.
4. Rente over het vermogen is niet verdiend. Reserve-activa kunnen nu bijspringen, terwijl anders financieele moeilijkheden zouden kunnen ontstaan.

Het ontbreken dezer activa kan in deze gevallen ernstige financieele moeilijkheden doen ontstaan.

Bij toepassing van het stelsel der totale financiering kan het eerste hier bovengenoemde geval geen moeilijkheden geven, aangezien voorzoover kort vermogen wordt gebezigd, dit niet onmiddellijk opnieuw is benodigd.

Het tweede geval kan zich alleen voordoen, voorzoover het korte vermogen voor financiering van spitsen in de vermogensbehoefte werd gebezigd. Reserve-activa zullen dus ook hier kunnen worden gebruikt om eventueel optredenden moeilijkheden het hoofd te bieden.

Bij totale financiering kunnen zich in het derde geval eveneens bezwaren doen gevoelen. Immers, hier zullen de verliezen oorzaak zijn, dat we het bedrijf niet in denzelfden omvang kunnen voortzetten. Zijn deze verliezen van tijdelijken aard, dan kunnen de reserve-activa eveneens het tekort aan vermogen aanvullen.

Het laatste geval zal zich uiteraard bij totale financiering alleen dan voordoen, voorzoover er van vasterentedragend vermogen gebruik werd gemaakt.

#### § 9. Nadere toetsing van onze conclusies.

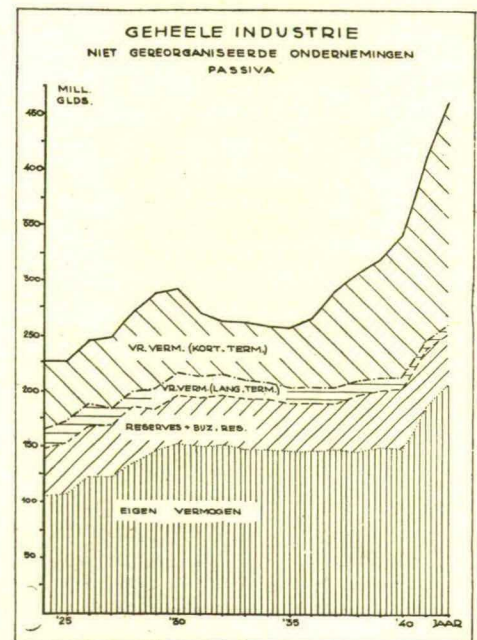
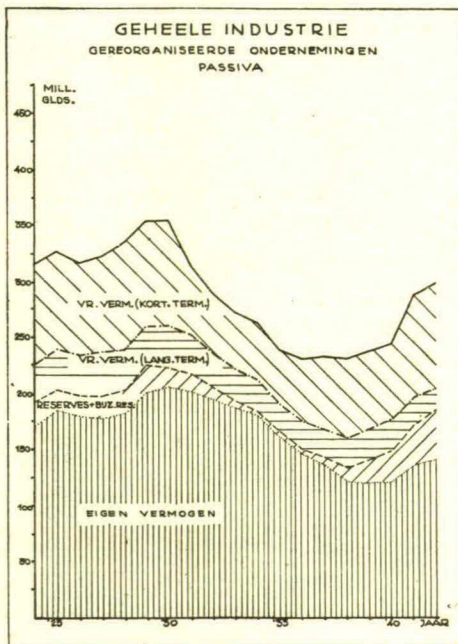
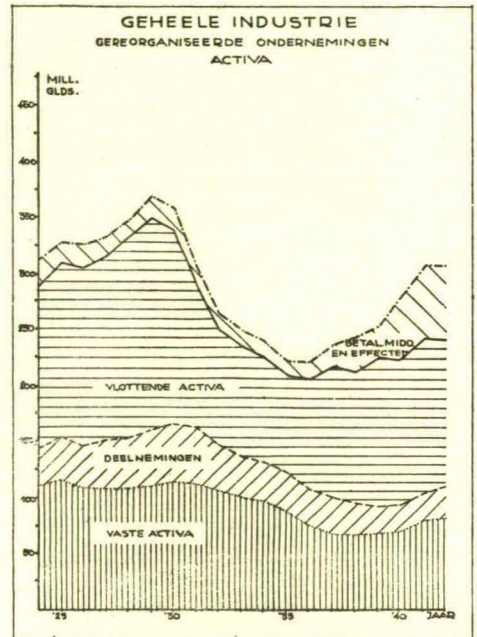
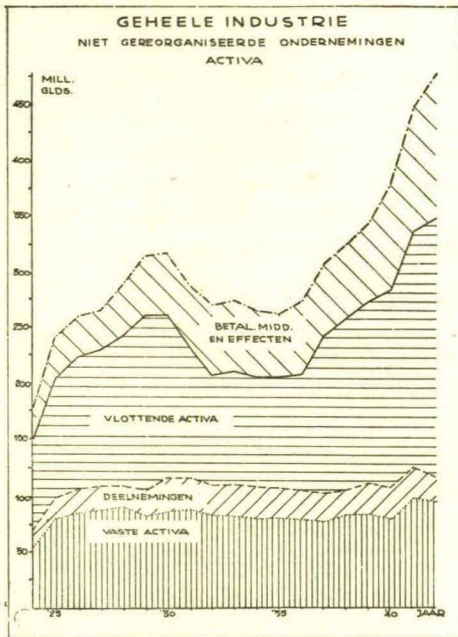
Wij hebben de in voorgaande paragrafen ontwikkelde financieringsprincipen gecon-

<sup>1)</sup> We doelen hier op de mogelijkheid, dat een deel van het bij totale financiering korter dan een jaar benodigde vermogen met minder kosten door permanent vermogen gedekt kan worden. Polak heeft dit vraagstuk aangeduid als het vraagstuk van het kapitaaloptimum. Eenige grondslagen van de financiering van de onderneming, Haarlem 1937 blz. 118 e.v. De practische beteekenis van dit vraagstuk achten wij intusschen niet groot.



fronteerd met de resultaten van het door ons ingestelde onderzoek waarop uitvoeriger en in detail teruggekomen zal worden in Hoofdstuk V.

Hieruit blijkt, dat ook practisch de toepassing van het principe der partieele financiering lang niet altijd tot financiële moeilijkheden leidt. Uit de balanscijfers vanaf 1924 van de ter beurse genoteerde industriële ondernemingen hebben we de onderstaande grafieken samengesteld.





Zij geven de vermogensstructuur zoowel als de kapitaalsstructuur dezer ondernemingen in het tijdvak van 1924 tot 1942 <sup>1)</sup>. Daarbij hebben we de cijfers van de ondernemingen die in bovengenoemde periode zijn gereorganiseerd, gescheiden van die, welke niet werden gereorganiseerd. Vergelijking dezer vier graphieken toont allereerst, dat er een min of meer gelijkvormig verloop is van vlottende activa en vreemd vermogen op korten termijn. Zooals uit later te bespreken gegevens nog nader zal blijken, vertoonen die vlottende activa een belangrijke positieve correlatie met de bedrijfsbezetting voorgesteld door het aantal type-werklieden. We mogen hieruit de conclusie trekken, dat althans de industriële ondernemingen door het gebruik van vreemd vermogen op korten termijn haar financiering aan de onvoorzienbare fluctuaties in de vermogensbehoefte in het leven geroepen door het productieproces, hebben weten aan te passen. Het verband tusschen vlottende activa en vreemd vermogen op korten termijn is hetzelfde, zoowel voor gereorganiseerde als voor niet-gereorganiseerde ondernemingen. Vaste activa werden slechts voor een zeer gering deel door vreemd vermogen op langen termijn gefinancierd. Dit kan gereedelijk worden verklaard door het feit, dat toepassing van het principe der partieele financiering in de meeste gevallen niet met een beroep op de markt van eerstehands vermogen vereenigbaar zal zijn. De meeste industriële ondernemingen in ons land behooren tot de categorie der middelgroote bedrijven. Zij hebben dus geen groote complexen van vaste activa, die bij partieele financiering een beroep op de vermogensmarkt mogelijk maken. De gereorganiseerde ondernemingen vertoonden hier echter geen principieel verschil met de niet gereorganiseerde. Weliswaar was het bedrag aan vreemd vermogen bij de gereorganiseerde ondernemingen in absolute cijfers grooter, relatief, d.w.z. in verhouding tot het totaal geïnvesteerde vermogen is zijn beteekenis bij beide groepen nagenoeg even groot.

Een merkwaardig verschil vertoonen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen, allereerst met betrekking tot de posten Betalingsmiddelen en Effecten. We mogen aannemen, dat onder deze posten de z.g. reserve-activa zijn begrepen, waarover we in de vorige paragrafen hebben gesproken. Deze reserve-activa zijn over de geheele periode waarover ons onderzoek loopt, bij de gereorganiseerde ondernemingen sterk in de minderheid. Meer dan in een te ruim gebruik van vreemd vermogen meenen we hierin een oorzaak te zien voor de financiële mislukking dezer ondernemingen. Ook de comptabele reserves vertoonen voor beide groepen van ondernemingen een opvallend verschil. Een deel dezer reserves kan echter in het bedrijf zijn geïnvesteerd. Uit onze graphieken blijkt echter, dat dit slechts aan het begin en aan het einde der door ons onderzochte periode het geval was. Over het algemeen stemt het bedrag dezer reserves met dat der reserve-activa overeen. Een uitzondering moeten we hier maken voor de gereorganiseerde ondernemingen in de periode 1932/37, waarin de comptabele reserves dier ondernemingen tot een minimum dalen, vermoedelijk als gevolg van plaats gehad hebbende afboeking van verliezen in die periode.

Een bezwaar van de hier weergegeven cijfers is, dat ze betrekking hebben op een periode, waarin in verschillende jaren reorganisaties zijn voorgekomen. Het beeld, dat de betrokken ondernemingen voor de reorganisatie vertoonden, wordt min of meer verzwakt door den invloed van de in dezelfde periode plaats gehad hebbende saneeringen

<sup>1)</sup> Tot dezen datum waren van de meeste ondernemingen op het moment van het afsluiten van ons onderzoek de jaarcijfers bekend.



van andere ondernemingen. We hebben daarom gemeend ook nog een vergelijking te moeten maken tusschen de kapitaals- en vermogensstructuur van de gereorganiseerde ondernemingen, onmiddellijk voor de reorganisatie, en die van de niet-gereorganiseerde ondernemingen op een tijdstip gelegen in de onderzochte periode. Waar het aantal reorganisaties in de door ons in beschouwing genomen periode twee opeenhoopingen vertoont, nl. in de periode tot 1928 en die van 1934—38, leek het bovendien gewenscht na te gaan, of de in het eerste tijdvak gereorganiseerde ondernemingen hetzelfde beeld zouden vertoonen als die uit het tweede.

Ter vergelijking geven we onderstaande opstellingen.

*Gereorganiseerde Ondernemingen in de periode 1922 t/m 1928 naar de laatste balans voor de reorganisatie*

BEDRIJFSTAK	Aantal Ondern.	Eigen Middelen	Vreemd Verm. o/langen term.	Vreemd Verm. o/korten term.
Steen, Glas, Kalk enz. . . .	6	9.544.631.—	1.871.100.—	2.607.478.—
Chemische Industrie . . .	3	17.867.255.—	3.000.000.—	3.060.385.—
Houtwaren . . . . .	1	500.000.—	281.000.—	321.274.—
Kleeding en Schoeisel . .	4	8.187.626.—	1.437.310.—	1.456.644.—
Metaalindustrie:				
a) Scheepswerven . . . .	1	5.000.000.—	1.928.000.—	15.530.865.—
b) Ov. Verkeersmiddelen .	1	714.203.—	176.300.—	515.430.—
c) Constructiewerkpl. . .	2	1.822.948.—	1.500.000.—	7.263.358.—
d) Metaal en Metaalwaren .	5	10.481.133.—	5.656.924.—	1.658.793.—
Electrotechn. Industrie . .	4	7.465.843.—	724.900.—	5.674.857.—
Edelmetaal Industrie . . .	—	—	—	—
Voedings- en Genotmiddelen	5	6.446.007.—	2.821.298.—	6.527.148.—
Papier Industrie . . . . .	1	1.000.000.—	—	64.090.—
Textiel Industrie . . . . .	3	13.566.957.—	2.362.000.—	11.637.102.—
Diversen . . . . .	2	3.298.036.—	268.000.—	254.766.—
	38	85.894.639.—	22.026.832.—	56.572.190.—



*Niet gereorganiseerde ondernemingen (1922 t/m 1928) naar de balans per ultimo 1925*

BEDRIJFSTAK	Aantal Ondern.	Eigen Middelen	Vreemd Verm. o/langen term.	Vreemd Verm. o/korten term.
Steen, Glas, Kalk enz. . . .	5	13.631.655.—	6.031.000.—	4.469.028.—
Chemische Industrie . . . .	9	21.197.432.—	2.972.000.—	7.527.339.—
Houtwaren . . . . .	2	4.670.236.—	3.567.500.—	1.737.247.—
Kleeding en Schoeisel . . .	2	1.853.121.—	116.150.—	591.522.—
Metaalindustrie:				
a) Scheepswerven . . . .	12	48.450.656.—	11.798.522.—	42.657.996.—
b) Ov. Verkeersmiddelen . .	2	3.958.977.—	551.000.—	1.030.130.—
c) Constructiewerkpl. . . .	6	30.058.391.—	2.052.666.—	19.152.092.—
d) Metaal en Metaalwaren . .	6	44.617.657.—	576.000.—	2.932.702.—
Electrotechn. Industrie . . .	7	48.363.016.—	208.070.—	7.793.371.—
Edelmetaal Industrie . . . .	—	—	—	—
Voedings- en Genotmiddelen	29	396.071.891.—	142.640.744.—	69.452.723.—
Papier Industrie . . . . .	3	20.338.304.—	—	2.336.373.—
Textiel Industrie . . . . .	8	53.141.910.—	3.008.000.—	8.192.999.—
Diversen . . . . .	7	29.515.831.—	7.406.896.—	11.299.742.—
	98	715.869.077.—	180.928.548.—	179.173.264.—

*Gereorganiseerde Ondernemingen in de periode 1934 t/m 1938 naar de laatste balans vóór de reorganisatie*

BEDRIJFSTAK	Aantal Ondern.	Eigen Middelen	Vreemd Verm. o/langen term.	Vreemd Verm. o/korten term.
Steen, Glas, Kalk enz. . . .	3	3.143.569.—	601.000.—	1.102.090.—
Chemische Industrie . . . .	3	12.120.079.—	180.000.—	3.034.700.—
Houtwaren . . . . .	1	4.437.716.—	2.178.000.—	1.165.090.—
Kleeding en Schoeisel . . .	1	1.405.416.—	55.000.—	300.280.—
Metaalindustrie:				
a) Scheepswerven . . . .	2	2.923.265.—	1.283.000.—	4.271.102.—
b) Ov. Verkeersmiddelen . .	2	2.498.446.—	365.375.—	1.389.660.—
c) Constructiewerkpl. . . .	5	10.408.760.—	4.332.300.—	6.765.193.—
d) Metaal en Metaalwaren . .	4	36.984.893.—	100.000.—	2.348.585.—
Electrotechn. Industrie . . .	1	4.704.593.—	—	1.081.269.—
Edelmetaal Industrie . . . .	1	1.842.160.—	—	110.625.—
Voedings- en Genotmiddelen	5	43.156.940.—	15.391.750.—	11.958.180.—
Papier Industrie . . . . .	1	1.713.022.—	540.000.—	185.000.—
Textiel Industrie . . . . .	4	15.335.021.—	302.500.—	3.477.665.—
Diversen . . . . .	5	24.023.986.—	1.638.069.—	3.370.417.—
	38	164.697.866.—	26.966.994.—	40.559.856.—



*Niet gereorganiseerde ondernemingen (1924 t/m 1938) naar de balans per ultimo 1936*

BEDRIJFSTAK	Aantal Ondern.	Eigen Middelen	Vreemd Verm. o/langen term.	Vreemd Verm. o/korten term.
Steen, Glas, Kalk enz. . . .	5	10.074.767.—	308.000.—	5.481.589.—
Chemische Industrie . . . .	9	19.134.912.—	54.107.—	2.134.605.—
Houtwaren . . . . .	—	—	—	—
Kleding en Schoeisel . . . .	2	1.816.783.—	1.089.000.—	255.687.—
Metaalindustrie:				
a) Scheepswerven . . . . .	10	27.370.054.—	9.500.469.—	35.934.105.—
b) Ov. Verkeersmiddelen . . .	2	4.296.934.—	264.229.—	760.610.—
c) Constructiewerkpl. . . . .	4	4.242.881.—	1.156.000.—	2.853.945.—
d) Metaal en Metaalwaren . . .	8	17.260.362.—	1.798.279.—	3.621.403.—
Electrotechn. Industrie . . . .	6	16.505.207.—	945.926.—	2.511.359.—
Edelmetaal Industrie . . . . .	2	3.463.582.—	510.733.—	302.090.—
Voedings- en Genotmiddelen . .	26	687.453.569.—	34.463.873.—	42.315.712.—
Papier Industrie . . . . .	2	26.499.108.—	—	2.084.411.—
Textiel Industrie . . . . .	6	122.017.477.—	11.400.000.—	18.238.377.—
Diversen . . . . .	—	—	—	—
	82	940.135.636.—	61.490.616.—	116.493.893.—

Daaruit blijkt, dat verschillende ondernemingen, die in een min of meer omvangrijke mate van vreemd vermogen gebruik hadden gemaakt, een financiële déconfiture konden vermijden, terwijl diverse ondernemingen, die slechts eigen vermogen hadden gebezigd, niettemin toch tot reorganisatie moesten overgaan. De conclusie van Dewing, dat de ondernemingen in het algemeen een déconfiture hadden kunnen vermijden als ze maar geen obligatie-vermogen voor de financiering van haar vermogensbehoeften hadden gebezigd, kunnen we in het licht van onze eigen waarnemingen niet bevestigen. Uit de door ons gegeven overzichten blijkt, dat vele ondernemingen, die in belangrijke mate met obligatievermogen of andere vaste-rentedragende schuld werden gefinancierd niet in déconfiture geraakten, terwijl dit omgekeerd met een belangrijk aantal, die uitsluitend eigen vermogen bezigden wel het geval was. We hebben hierin een duidelijke schikking staande de gegevens tevens een tabel samengesteld, die de financiering d.m.v. vreemd vermogen van niet-gereorganiseerde ondernemingen als bij

Duidelijker nog dan uit de tabel blijkt, dat de financiering met vreemd vermogen in de meeste gevallen een gunstige betekenis was. Die vermindering was sterker in de eerste jaren na de oorlog.

1) Men vergelijke de tabel als volgt met de tabel van het vreemde vermogen op lange termijn van de ondernemingen is weergegeven. Voor de jaren 1924-1938 (betreft) was de verhouding tusschen het eigen vermogen en het obligatiekapitaal van 86.7 miljoen in 1924 en 100.0 in 1938. Het bleek, dat het obligatiekapitaal ongeveer 10% van het eigen vermogen bleef. Vgl. ook P. P. van Berkum in Ec.

in het aandeel van het vreemde vermogen in de totale financiering van de ondernemingen. De verhouding was in 1924 8 als 10 : 1. In 1938 was de verhouding een en een half.



§ 10. *Noodzakelijkheid niet alleen een tekort, maar ook zooveel mogelijk overvloed van vermogen te vermijden.*

De hierboven gegeven conclusies wijken in niet onbelangrijke mate af van die waartoe Zentner in zijn reeds eenmaal aangehaald werk komt.

Terecht merkt deze schrijver op: „Jegliche Beeinflussung des Vermögens durch die Art seiner Finanzierung ist an sich ungesund. Die konkrete Art und Zusammensetzung des Vermögens, wie sie durch die technisch-wirtschaftliche Umstände bedingt wird, darf keinesfalls in die Abhängigkeit des Kapitals geraten”. <sup>1)</sup>

Om dit gevaar te ontgaan, ziet hij nu twee wegen voor zich. Of de onderneming financiert haar omzetproces uitsluitend met eigen kapitaal, of zij zoekt storingen, die door een plotseling terugtrekken van credieten kunnen ontstaan, door bijzondere liquiditeitsreserves op te vangen. Zooals wij hierboven hebben gezien, zou dit laatste, althans als we het vreemde vermogen volledig zouden willen dekken door reserve-activa, tot de consequentie leiden, dat we het opgenomen crediet in het geheel niet kunnen gebruiken. Ook Zentner komt tot deze conclusie en wil op grond daarvan het industriele omzetproces slechts door eigen vermogen, eventueel vreemd vermogen op langen termijn, gefinancierd zien.

Vreemd vermogen op langen termijn verwerpt hij alleen omdat de toepassing daarvan op moeilijkheden betreffende zekerheidstelling e.d. zou stuiten. De vorming van liquiditeitsreserves achten wij, zooals hierboven reeds gezegd, zeer nuttig en noodig, maar juist in verband met de verplichtingen jegens de verschaffers van vreemd vermogen op langen termijn. Deze verplichtingen toch vormen in de financiering gewoonlijk het meest bedreigde punt.

De ervaring leert, dat in het leverancierscrediet en zelfs in het bankcrediet zooals we reeds gelegenheid hadden op te merken, nog een groote mate van elasticiteit schuilt. De onderneming, die haar verplichtingen jegens obligatiehouders, hypotheeknemers e.d. crediteuren, niet punctueel zou nakomen, loopt gevaar onmiddellijk in groote moeilijkheden te geraken. Hier is de vorming van een liquiditeitsreserve zeker uitvoerbaar, zooals we hierboven reeds hebben aangetoond. Het vormen van een liquiditeitsreserve voor het omzetproces achten wij, zooals gezegd, minder noodzakelijk.

De onderneming, die gezorgd heeft dat zij haar rente- en aflossingsverplichtingen regelmatig kan voldoen, ook in tijden van verliesgevende productie, kan, als zij haar producten tot een prijs, die de kosten van de loopende productie dekt, verkoopt, ook regelmatig aan haar verplichtingen jegens bank of crediteuren voldoen.

De onderneming, die vreemd vermogen op langen termijn heeft aangetrokken, waartegen Zentner geen bezwaar heeft, zou echter bij verliesgegenden omzet toch, om haar rente- en aflossingsverplichtingen te kunnen nakomen weer voor den aankoop van grondstoffen en de betaling van loonen e.d. een beroep op haar bankier en haar leveranciers moeten doen, wil zij althans haar productieproces „reibungsfrei durchführen”. Zij zou daarvoor noodgedwongen toch tot de door Zentner veroordeelde wijze van financiering terugkeeren.

Inderdaad kan worden toegegeven, dat, indien de onderneming zich voor al haar vermogensbehoeften van permanent vermogen voorziet, zij zich tegen het gevaar van

<sup>1)</sup> Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung. Berlin/Wien 1932, blz. 99 e.v.



illiquiditeit tot op zekere hoogte veilig heeft gesteld. Tot op zekere hoogte, want, bij het optreden van bedrijfsverliezen zal de ingaande geldstroom voor de handhaving van het productieproces niet voldoende zijn. Om tijdelijk optredende verliezen te compenseeren zullen ook hier reserve-activa niet kunnen worden gemist. Van den anderen kant wordt de onderneming bij volledige financiering met permanent vermogen telkens met overliquiditeit bedreigd.

Het probleem van de financiering wordt daardoor geheel miskend. Immers het gaat er om den omvang van het vermogen, waarover we beschikken aan te passen aan de vermogensbehoefte op zoodanige wijze, dat noch een tekort, noch een overvloed van vermogen wordt verkregen.

Dit ideaal is onder dynamische verhoudingen weliswaar niet geheel te bereiken, maar er moet toch getracht worden het zooveel mogelijk te benaderen. Zentner ziet hiervan geheel af.

De consequentie van de volledige financiering d.m.v. eigen kapitaal is, dat de onderneming alleen een verplichting overhoudt tegenover haar aandeelhouders, een verplichting, die van de winst afhankelijk is. Dit beteekent dus, dat, wanneer alle ondernemingen deze gedragslijn zouden volgen, het aantal spaarders, dat bereid is hun inkomen afhankelijk te stellen van de onzekere uitkomsten van het productieproces, veel grooter zou moeten worden dan het momenteel is. Voor de besparingen van dengene, die zijn gelden niet op deze voorwaarden wenscht beschikbaar te stellen, zou echter geen emplooi zijn. Elders in deze studie hebben wij het vermoeden uitgesproken, dat het aantal spaarders, dat in staat en bereid is deel te nemen in de wisselvalligheden van de ondernemingsgewijze productie betrekkelijk klein is althans in verhouding tot de vermogensbehoefte der ondernemingen en dat dit feit zijn stempel drukt op de huidige dividendpolitiek. De consequentie van Zentner's opvatting zou nu zijn, dat de groep dezer spaarders nog veel grooter zou moeten zijn <sup>1)</sup>.

#### § 11. *Garanties vergeleken met reserve-activa.*

Een doelmatige financieele structuur van de onderneming is gebaseerd op de voorzienbare fluctuaties in de vermogensbehoefte, zoodat wanneer het productie-proces normaal verloopt een tekort zoowel als een overmaat aan vermogen wordt vermeden. Het weerstandsvermogen voorzoover dit van de financieele structuur afhankelijk is, berust nu op de mogelijkheid op korten termijn de middelen te verkrijgen, die nodig blijken, indien in dit normale verloop onvoorzienbare storingen zich voordoen. We hebben in de voorgaande paragrafen gezien, dat hierin de functie der reserve-activa bestaat. Deze functie kan echter ook worden vervuld door garanties.

Garanties kunnen ook normale financieringsfiguren zijn. Wanneer het ten hoogste bij de bank op te nemen crediet vastgesteld is in verband met de maximale vermogens-

<sup>1)</sup> Het is merkwaardig, dat in de financieringsliteratuur betrekkelijk weinig aandacht geschonken wordt aan de vraag, in hoeverre behoefte en beschikbare hoeveelheid aan vermogen niet alleen quantitief, maar ook kwalitatief overeenstemmen. Polak is een van de weinigen, die dit probleem aanvat als hij tracht aan te toonen, dat er in het algemeen meer lang crediet door de spaarders wordt beschikbaar gesteld „dan de ondernemingen voor haar enkele productie-processen kapitaal met langen omlooptijd behoeven.” Grondsl. t.a.p. blz. 48. Niettemin is dit een probleem van de eerste orde, althans zoolang er groote ondernemingen zijn. Men zou zelfs kunnen stellen, dat het hier feitelijk van afhangt, in hoeverre de voortbrenging in private ondernemingen georganiseerd kan blijven.



behoefte, die zich bij normale ontwikkeling van het productie-proces zal voordoen, vervult dit maximum geen reservefunctie maar een normale financieringsfunctie. Hetzelfde kan ook het geval zijn met het niet-volgestorte deel van het aandelenvermogen. Wanneer echter over het toegezegde maximum-crediet in normale gevallen niet behoefte te worden beschikt of wanneer in deze gevallen volstorting van de aandeelhouders niet behoefte te worden verlangd, verkrijgen deze garanties het karakter van reserves <sup>1)</sup>.

Het verschil tusschen de garantie als reserve en de zooeven bedoelde reserve-activa bestaat in het algemeen hierin, dat in het eerste geval de weerstandskracht steunt op een niet tot de onderneming behoorend vermogenscomplex.

De garantie kan door de oorspronkelijke kapitaalverschaffers alsook door derden zijn verleend.

Men kan de garanties onderscheiden in algemeene en bijzondere.

In den meest uitgebreiden zin kan van garantie worden gesproken bij de leden van de firma, die met hun geheele vermogen hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de schulden, die zij in hun firma hebben aangegaan.

Het weerstandsvermogen van de firma berust dan ook voor een belangrijk deel op de vermogenspositie van haar leden.

De naamlooze vennootschap beschikt over garantie-kapitaal in het geval, dat haar aandelen niet volgestort zijn en wel tot het bedrag, dat zij nog kan laten storten.

Het niet volgestorte aandeel komt in het algemeen slechts voor bij levensverzekeringsmaatschappijen, hypotheekbanken en spaarbanken. Door industriële en handelsondernemingen wordt van deze figuur slechts weinig gebruik gemaakt en dan nog alleen bij oprichting of uitbreiding.

In de beide laatste gevallen is het niet volgestorte bedrag echter niet als reserve of garantie te beschouwen, immers het is bestemd om in de geleidelijk toenemende behoefte aan vermogen voor de uitoefening van het zich uitbreidende productie-proces te voorzien.

Het wil ons voorkomen, dat de garantie in den vorm van volstortings- of bijstortingsverplichting ook in andere dan in de bovengenoemde financiële instellingen toepassing zou kunnen vinden. In de besloten vennootschappen, die nog meer het karakter hebben van persoonlijke ondernemingen, komt ze dan ook inderdaad voor en wel in den vorm van borgtocht door den directeur-aandeelhouder tegenover de crediteuren, hetzij tegenover de schuldeischers in het algemeen of tegenover bepaalde crediteuren. In de publieke N.V. zou echter van de figuur eveneens gebruik kunnen worden gemaakt en wel in het bijzonder in die gevallen, dat invloed op het beheer in het bijzonder is voorbehouden aan bepaalde groepen van geldgevers. Wanneer dit laatste wordt bereikt door beheerspreferente aandelen, zouden deze tot aanzienlijk hooger bedrag moeten worden uitgegeven dan tot heden het geval is, zoodat voor deze categorie van aandeelhouders een belangrijke volstortingsverplichting kan worden gecreëerd, waarop door de N.V. in tijd van nood een beroep kan worden gedaan.

Bij ondernemingen die een belangrijk deel van haar vermogen hebben verkregen uit preferente aandelen of obligaties, in het algemeen dus spaardersgroepen, die slechts in

<sup>1)</sup> Van Ketel t.a.p. dl. I blz. 163 e.v. spreekt hier van waarborgfiguren. Deze term slaat o.i. meer op de functie t.o. schuldeischers van de onderneming. Vanuit het standpunt van deze laatsten bezien kan men beter van reserves spreken.



beperkte mate in de ondernemingen geïnteresseerd kunnen zijn, zou aan de gewone aandelen een bijstortingsverplichting kunnen worden verbonden.

Het blijkt maar al te vaak, dat van preferente aandeelhouders en obligatiehouders bij reorganisatie een offer wordt gevraagd, dat in geen verhouding staat tot de mate, waarin zij van de winsten der betrokken onderneming hebben geprofiteerd <sup>1)</sup>).

Een bijstortingsverplichting kan aan de aandelen van een naamlooze vennootschap moeilijk worden verbonden. Bij de commanditaire vennootschap op aandelen zou dit wel mogelijk zijn. Ook bestaat daar de mogelijkheid om den invloed op het beheer van andere groepen te beperken. Men is daar dus vrijer in de regeling van de rechten en verplichtingen van diverse geldgevers, waardoor beter met hun verschillende positie t.o.v. de onderneming rekening zou kunnen worden gehouden. De aandeelhouders op wie de bijstortingsverplichting rust, uiteraard slechts een beperkte groep van groot-aandeelhouders, kunnen in belangrijke mate zeggenschap in de onderneming verkrijgen; de aandeelhouders die niet tot bijstorting zijn verplicht, zullen van invloed op het beheer moeten worden uitgeschakeld. Van belang is tevens dat hier ook een ruimere aansprakelijkheid van het bestuur als beheerende vennooten bestaat. In het kader van deze beschouwingen kan hierop niet verder worden ingegaan <sup>2)</sup>).

Tot nu toe heeft deze vorm van garantie, behalve in het geval van de hypotheekbanken en verzekeringsmijen, practisch weinig of geen toepassing gevonden.

Incidenteel en zonder dat er uitdrukkelijk een verplichting daartoe bestaat, komt het wel voor, dat bepaalde groot-aandeelhouders de onderneming op een bepaald moment bijspringen. Een voorbeeld hiervan vinden we o.a. bij de reorganisatie van Wilton's Dok en Werf Maatschappij, waar de leden van de familie Wilton 6.000.000 aandelen dezer Maatschappij ter beschikking stelden.

Daarnaast bestaan voor sommige naamlooze vennootschappen nog bijzondere garanties. We denken in de eerste plaats aan de ondernemingen, die bedrijven van openbaar nut exploiteeren en waarbij de overheid rente en aflossingsverplichtingen heeft gegarandeerd, ook zelfs een enkele dividendgarantie heeft verstrekt. De garantie komt verder voor bij ondernemingen, die tot een concern behoren. De figuur, waarbij de moedermaatschappij bepaalde of alle verplichtingen van de dochtermaatschappij garandeert, is ook hier te lande niet onbekend.

Ook de bijzondere garanties, waarvan hierboven sprake was, komen betrekkelijk weinig voor. Uit ons ter beschikking staande gegevens blijkt, dat garanties van dezen aard ten behoeve van de houders van obligatie-leeningen in zestien gevallen werden verleend, waarvan in acht gevallen door openbare lichamen. In de overige gevallen betrof het weer een garantie door moedermaatschappijen t.b.v. dochtermaatschappijen verleend. Op het oogenblik zijn slechts de pandbrieven van een hypotheekbank, de Centrale Hypotheekbank gegarandeerd en wel door de Algemeene Hypotheekbank. De fusie- en concernvorming in het hypotheekbankbedrijf heeft dus in het algemeen niet tot toepassing van deze financieringsfiguur geleid. In een tweetal andere gevallen van betrekkelijk recenten datum werden wel garanties verstrekt, maar deze verloren haar

<sup>1)</sup> Van belang zijn hier de uitspraken van de zijde van de preferente aandeelhouders ter gelegenheid van de voorgelegde reorganisatieschema's gemaakt. Wij wijzen hier o.a. op de reorganisatie van Z. H. B. en van Beynes. Vgl. artt. Amsterdamsch Effectenblad, Dec. 1936.

<sup>2)</sup> C. W. v. d. Grinten en G. J. Lunenburg. Ondernemingsvormen. Alphen a/d Rijn. 1943. blz. 50.



beteekenis, omdat de gegarandeerde pandbrieven onmiddellijk door de overnemende banken aflosbaar werden gesteld.

Een dividend-garantie troffen wij bij Werkspoor, waar het dividend op de z.g. aandelen B voor 4 % werd gegarandeerd door de Ned. Spoorwegen.

Een wederkeerige dividendgarantie bestaat in het Unilever-concern, waar het dividend op de cumulatief-preferente aandelen van de Nederlandsche maatschappij door de winsten en reserves van de Engelsche instelling worden gegarandeerd, terwijl voor de gewone aandelen een wederkeerige dividendgarantie tusschen de Engelsche en de Nederlandsche maatschappij bestaat.

Ten slotte dient nog melding gemaakt te worden van een uiterst merkwaardige figuur, door ons geconstateerd bij de Staalwerken de Maas te Utrecht, waar de meerderheid van de aandelen in handen is van een groep, die aan de overige aandeelhouders een dividend van 6 % heeft gegarandeerd. Het verschil in positie tusschen groot-aandeelhouder en klein-aandeelhouder komt hier wel zeer duidelijk tot uiting.<sup>1)</sup>

Ten slotte zijn voor het weerstandsvermogen van beteekeenis de bijzondere garanties die door institutioneele of individueele garanten worden verstrekt voor bijzondere transacties<sup>2)</sup>.

## § 12. *Samenvatting.*

Wanneer we de tot nu toe bereikte resultaten van ons onderzoek in het kort samenvatten, komen we tot de volgende conclusies:

Het probleem van het weerstandsvermogen en dus ook dat van de oorzaken voor het ontbreken van weerstandsvermogen is een bij uitstek dynamisch probleem. Onder statische verhoudingen wordt de financieele structuur bepaald door liquiditeit en kosten. De liquiditeit kan onder deze verhoudingen gehandhaafd worden, zoowel bij toepassing van totale als van partieele financiering alsook bij gebruikmaking van gedeeltelijk partieele en gedeeltelijk totale financiering. De meest doelmatige financieele constructie is die, waarbij de kosten het laagst zijn.

Onder dynamische verhoudingen zou consequente toepassing van het beginsel der partieele financiering een vergrooting van het gevaar voor illiquiditeit kunnen beteekenen. Bij totale financiering wordt het vermogen van de onderneming daartegen weerstand te bieden grooter, omdat in meerdere mate gebruik gemaakt wordt van vermogen, dat voor onbeperkten duur aan de onderneming is toevertrouwd en als regel ook geen vaste rentelasten met zich brengt.

Niettemin behoeft het streven naar versterking van het weerstandsvermogen niet

<sup>1)</sup> Einde 1942 verstrekte de N.V. Philips' Gloeilampenfabrieken met terugwerkende kracht tot 1 Januari 1942 een dividend-garantie ten behoeve van aandeelhouders der N.V. Vitrite Works, een fabriek van lampenhulzen te Middelburg. Deze maatregel kwam erop neer, dat Philips garandeerde, dat telkens over een periode van 10 jaar gemiddeld 6 % zou worden uitgekeerd, met dien verstande, dat het dividend in eenig jaar niet minder dan 4 % zou bedragen. De figuur is in zooverre analoog aan die voorkomende bij „De Maas”, dat Philips ook de grootste aandeelhoudster in de Vitrite Works is. Deze dividend-garantie, die voor Philips een „strop” dreigt te worden, zal nu worden ingetrokken in ruil voor een aan de Vitrite Works te verleenen crediet.

De hier besproken dividendgarantie, evenals die, welke de Acières Réunies de Burbach, Eich et Dudelage (ARBED) aan de Eschweiler Bergwerkvereine verstrekte, nadert de figuur van de garantie van moeder- aan dochtermaatschappijen.

<sup>2)</sup> Vgl. Van Ketel: Schetsen t.a.p. dl. I, blz. 184 v.v. en blz. 192 v.v..



steeds te leiden tot volledige toepassing van het principe der totale financiering. Tegen de gevaren, die rente- en aflossingsverplichtingen met zich brengen, kunnen zekerheden worden gecreëerd. Die zekerheden hebben we in de eerste plaats te zoeken in de aanwezigheid van reserve-activa, activa die gerealiseerd kunnen worden indien het vermogen moet worden terugbetaald zonder dat uit het normale productieproces de middelen daartoe beschikbaar zijn gekomen. Hier treedt om een uitdrukking van Psenicny te gebruiken, de „reservenbedingte Zahlungsfähigkeit” in de plaats van de „leistungsbedingte”<sup>1)</sup>).

De voordeelen van de partieele financiering liggen, behalve in den in bepaalde gevallen lageren prijs van het vermogen, vooral in de grootere aanpassingsmogelijkheid van de financiering aan wisselende behoeften en dus in het vermijden van vermogensovervloed. De grootere omvang waarin daarbij reserve-activa, die weinig rendement geven, noodig zijn, kan dit voordeel weer teniet doen.

Niettemin zal steeds bij den financieelen opbouw moeten worden onderzocht onder welke voorwaarden partieele financiering toelaatbaar is. Het gebruik van vermogen dat op langen of korten termijn moet worden terugbetaald, mag niet a priori worden verworpen zooals Zentner blijkbaar wil.

Algemeene regels voor het gebruik van vreemd vermogen zijn echter niet te geven. Ook Sandig's begrip „marktwertnahe Eignungswert” biedt hiervoor geen houvast.

De functie der reserve-activa kan ook tot op zekere hoogte vervuld worden door de garantie, waardoor een buiten de onderneming zich bevindend vermogenscomplex, voor haar verplichtingen verbonden wordt.

De zorg voor liquide of reserve-activa komt dan bij de beheerders van dit laatste vermogenscomplex te liggen. Dit beteekent voor hen een druk op het rendement van hun beleggingen, die gecompenseerd moet worden door het hoogere rendement dat de onderneming afwerpt of door een speciale vergoeding. Voor deze onderneming is dus de garantie nooit kosteloos. De kosten zullen ook hier bepalen, in hoeverre van reserve-activa of van garanties gebruik zal worden gemaakt voor versterking van het weerstandsvermogen.

<sup>1)</sup> Wilh. Psenicny: Die Krisenfestigkeit der Unternehmung, Wien 1934 blz. 93.



## HOOFDSTUK IV

### DE VERSTERKING VAN HET WEERSTANDSVERMOGEN VAN DE ONDERNEMING

#### § 1. Weerstandsvermogen en beheer.

Het weerstandsvermogen van de onderneming wordt bepaald door haar financieelen en organisatorischen opzet en door de doelmatigheid van het gevoerde beheer.

In verband met het door ons gestelde doel, het behandelen van het weerstandsprobleem in verband met het probleem der financieele reorganisatie, dienen we ons te beperken tot financieele structuur en financieel beleid.

In het voorgaande hoofdstuk hebben wij getracht eenige richtlijnen te geven voor de financieele structuur van de onderneming. We beoogden daarmee, binnen het kader van ons werk tweërlei doel, nl. in de eerste plaats om daarmee aan te geven in hoeverre door een doelmatigen financieelen opzet het gevaar van déconfiture zou kunnen worden verminderd en bovendien om enkele normen aan te geven, waaraan in voorkomende gevallen reorganisatieschema's zouden kunnen worden getoetst.

Het zijn echter niet alleen fouten in de vermogensstructuur, die de oorzaak zijn van het te gronde gaan van ondernemingen in ongunstige tijden. Wil men een déconfiture, althans zooveel als mogelijk is, vermijden dan is het noodzakelijk, dat de leiding van de onderneming bij voortduring bedacht blijft op het versterken van haar weerstandsvermogen.

Overeenkomstig de in hoofdstuk I gemaakte indeeling zou men de daartoe noodzakelijke maatregelen in hoofdzaak kunnen onderscheiden in maatregelen betrekking hebbend op het financieel beheer van de onderneming eenerzijds en maatregelen op het gebied van organisatie en productie-politiek anderzijds.

We zullen in aansluiting aan onze beschouwingen over de financieele structuur thans de voornaamste maatregelen van financieele politiek bespreken, die voor versterking van het weerstandsvermogen van belang kunnen zijn. De financieele reorganisatie, hoewel misschien veroorzaakt door organisatorische of andere beheersfouten, heeft slechts betrekking op de financieele structuur van de onderneming.

Het is daarom, dat wij ons in hoofdzaak tot het financieele beheer beperken. Immers deze maatregelen zullen zich ook het best voor vergelijking met financieele reorganisatie leenen.

We kunnen de hierbedoelde maatregelen naar het ons voorkomt in drie groepen onderscheiden en wel:

- a. maatregelen gericht op de vorming van reserves;
- b. maatregelen met betrekking tot de dividendpolitiek;
- c. maatregelen gericht op de handhaving der credietcapaciteit.

Beginnen we met een bespreking van de reservepolitiek.



## § 2. Vorming van reserves en weerstandsvermogen.

De vorming van reserves is vanouds als het middel gezien om de financieele weerstandskracht van de onderneming, althans van de onpersoonlijke onderneming te versterken.

De persoonlijke onderneming kan voor een belangrijk deel haar weerstandsvermogen ontleenen aan de financieele positie van haar eigenaren, de onpersoonlijke onderneming, de naamlooze vennootschap is geheel op eigen financieele kracht aangewezen. Juist met het oog op de versterking van die financieele kracht werd in de statuten der naamloozen vennootschappen de vorming van reserves verplicht gesteld.

„Waar nu verliezen zich het eerst en het duidelijkst kenbaar maken door het gaan ontbreken van beschikbaar bedrijfskapitaal, wat tot beperking zou dwingen, daar konden de ten gevolge van reserveering beschikbare middelen de plaats van de verloren gegane vervangen en de instandhouding der onderneming in haar bestaanden omvang bewerken” merkt J. G. de Jongh op.

Aanvankelijk d.w.z. in den eersten tijd van de ontwikkeling der naamlooze vennootschap, was het beschikbaar hebben van middelen om ingeval van verliezen het bedrijfskapitaal weer aan te vullen, nog de eenige drijfveer voor reservevorming <sup>1)</sup>.

De Jongh wijst er in het vervolg van zijn rede op, dat de opvattingen reeds voor het uitbreken van den wereldoorlog volkomen waren veranderd. We zien de reservevorming als financiering van expansie op den voorgrond treden. „Verlangen naar uitbreiding kweekte alzoo reserveering bij de eene, gevormde reserve kweekte verlangen naar uitbreiding bij de andere onderneming” <sup>2)</sup>.

Hiermee heeft de reserve als middel tot instandhouding van het bedrijf bij verliesgevende productie haar beteekenis verloren.

Volgens De Jongh zou de voorziening in deze behoefte bij vele ondernemingen aanleiding geven tot geheime reserveering <sup>3)</sup>.

De toenemende beteekenis van de zelffinanciering ook door geheime reserveering bevestigt deze meening niet. In enkele recente publicaties wordt er op gewezen, dat de financiering van de uitbreiding van het bedrijf voor een belangrijk deel geschiedt door geheime reserveering.

Zoo merkt v. Berkum op, dat het niet twijfelachtig is, dat geheime en stille reserveering wel het voornaamste middel tot inhouding van winsten vormen <sup>4)</sup>.

Ook Mellerowicz constateert, dat in het vraagstuk van de expansie-financiering door middel van winstinhouding de geheime reserveering het meest op den voorgrond treedt <sup>5)</sup>.

De geheime reserveering geschiedt evenals de open reserveering dus niet in de eerste

<sup>1)</sup> De reservevorming der Nederlandsche Naamlooze Vennootschap, diesrede Rotterdam 1919, opgenomen in Bedrijfseconomische Studiën, Haarlem 1932 blz. 28 en 29.

<sup>2)</sup> T.a.p. blz. 32.

<sup>3)</sup> T.a.p. blz. 36.

<sup>4)</sup> Kapitaalvorming in de onderneming. Maandschrift Economie October/November 1943, blz. 6.

<sup>5)</sup> K. Mellerowicz: Selbstfinanzierung der Industrie, in Festgaben für Wilh. Kalveram, Berlin 1942, blz. 196 e.v.

Men vergelijke ook W. Prion: Selbstfinanzierung Berlin 1932 en Norman S. Buchanan: Theory and Practice in Dividenddistribution in Quarterly Journal of Economics 1938. Verschillende opmerkingen over dit onderwerp vindt men geciteerd bij P. Hennipman. Kapitaalvorming in de onderneming. Bedrijfsec. Opstellen aangeboden aan Prof. Th. Limperg Jr., Groningen 1938.



plaats om het weerstandsvermogen te versterken, maar om expansie te financieren.

Indien de gevormde reserves voor expansiefinanciering worden gebezigd, leiden zij niet onmiddellijk tot versterking van het weerstandsvermogen. Hoewel deze reserves op zich zelf de weerstandskracht van de onderneming niet vergrooten, beteekent zelf-financiering intusschen, vergeleken met het beroep op de vermogensmarkt wel een versterking van weerstandsvermogen.

Terwijl ook bij deelnamefinanciering <sup>1)</sup> zooals we nog nader zullen zien een stimulans blijft bestaan dividend uit te keeren zonder dat winsten zijn gemaakt, bestaat dit gevaar bij zelffinanciering in het geheel niet; bij het inhouden van middelen ter voorziening in de behoeften aan uitbreiding van het bedrijf ontstaat geenerlei verplichting noch t.o.v. aandeelhouders noch t.o.v. andere groepen van geldgevers. Om die reden meenen wij dan ook, dat tusschen zelffinanciering eenerzijds en het beroep op de vermogensmarkt anderzijds een grooter verschil bestaat dan tusschen aandeelen- en obligatiefinanciering onderling. Een grooter verschil althans wanneer we ze vergelijken met betrekking tot haar invloed op het weerstandsvermogen van de onderneming.

Daartegenover staat de o.i. grootere kans op „malinvestment” bij zelffinanciering. Wij spraken hierover reeds bij de behandeling van de economische gevolgen van mislukken van ondernemingen.

Het feit, dat een uitbreiding onrendabel is, behoeft wanneer die expansie werd gefinancierd d.m.v. eigen middelen op zichzelf nog niet te leiden tot verzwakking van het weerstandsvermogen. Dit zou wel het geval geweest zijn indien de uitbreiding met behulp van een beroep op derden was gefinancierd.

Veelal echter zal een verkeerde investeeing haar consequenties hebben voor het geheele bedrijf en dus ook de bestaande organisatie aantasten, zoodat zij de onderneming op den duur in moeilijkheden kan brengen <sup>2)</sup>.

Geheime, zoowel als open reserveering beteekenen slechts dan vergrooting van weerstandskracht, indien de daarvoor beschikbaar komende middelen worden besteed voor de aanschaffing van activa, die een zoodanige liquiditeit bezitten, dat ze bijstoringen in den geldstroom, die door de bedrijfshuishouding gaat, onmiddellijk ter aanvulling kunnen worden aangewend <sup>3)</sup>.

Vloeit de geldstroom weer regelmatig aan, dan worden deze activa opnieuw aangeschaft. Ze hebben dus volkomen hetzelfde karakter voor den geldstroom, als reservevoorraden, machine-onderdeelen en dergelijke voor den goederenstroom.

<sup>1)</sup> „Beteiligungsfinanzierung” onderscheidt Schiff t.o.v. „Kreditfinanzierung” eenerzijds en „Selbstfinanzierung” anderzijds. „Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf”. Weenen 1938, blz. 142.

<sup>2)</sup> Men denke aan den vliegtuigbouw van Van Berkel's Patent, aan de Walswerken van De Muinck Keizer om slechts enkele voorbeelden te noemen.

<sup>3)</sup> Het is van belang, hier te herinneren aan enkele opmerkingen van N. J. Polak in zijn bijdrage over: Geheime reserveeringen; geheime en stille reserves, in Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-huishoudkunde Jaargang 1939.

Deze schrijver constateert o.i. terecht: Effectief zijn slechts de handeling der reserveering en de beschikbare vlottende waarden, die tengevolge van vroegere reserveeringen alsnog aanwezig zijn. Bij aanwending van door reserveering beschikbaar gehouden vlottende middelen verdwijnt de reserve. Alleen de middelen, welke niet in het complex der bedrijfsmiddelen zijn geïnvesteerd, zijn als reserve eener productie-onderneming effectief.

Deze reserves zijn geheim, indien zij uit de balans worden weggelaten of daarin te laag worden opgenomen.



We vermelden hier de resultaten van een door ons ingesteld onderzoek naar het verloop van de vermoedelijk liquide activa bij ondernemingen die uiteindelijk in déconfiture geraakten en bij die, welke zich ook in ongunstige jaren hebben weten staande te houden.

*Staat aangevende het verloop van reserves en liquide activa (in duizenden guldens) bij gereorganiseerde ondernemingen vanaf 1924:*

Jaar	Betalingsmiddelen en Effecten	Reserves
1924	22.442	20.661
1925	20.150	17.448
1926	20.760	18.252
1927	17.566	19.063
1928	16.148	20.258
1929	19.362	24.604
1930	19.841	19.163
1931	17.518	15.088
1932	15.637	8.806
1933	15.506	5.447
1934	15.645	4.246
1935	13.434	3.847
1936	15.520	4.100
1937	20.279	6.716
1938	31.650	12.101
1939	27.835	20.665
1940	45.688	28.446
1941	65.715	37.362
1942	66.493	44.912

*Staat aangevende het verloop van reserves en liquide activa (in duizenden guldens) bij niet-gereorganiseerde ondernemingen vanaf 1924:*

Jaar	Betalingsmiddelen en Effecten	Reserves
1924	28.093	43.108
1925	36.831	44.376
1926	37.199	46.314
1927	35.263	47.351
1928	46.574	51.463
1929	53.862	38.600
1930	55.656	43.092
1931	55.216	43.783
1932	63.508	44.939
1933	64.321	45.811
1934	59.746	44.717
1935	56.188	41.555
1936	65.378	41.233
1937	64.619	42.522



Jaar	Betalingsmiddelen en Effecten	Reserves
1938	65.650	49.719
1939	69.510	50.580
1940	93.628	55.554
1941	110.814	49.605
1942	126.831	47.503

We zien hier een zeer opvallend verschil tusschen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen. Er komen dan ook slechts enkele niet-gereorganiseerde ondernemingen voor, wier reservepositie en liquide middelen gemiddeld ongunstiger zijn dan die der gereorganiseerde instellingen. Uit het gegeven overzicht volgt dat vooral de reservopolitiek voor zoover die gericht is op de vorming van effectieve reserves, van reserve-activa dus, in staat is een gunstigen invloed op het weerstandsvermogen der onderneming uit te oefenen. Het valt verder op, dat aan de vorming van effectieve reserves bij de meeste ondernemingen nog te weinig aandacht wordt geschonken.

Het feit, dat de boekhoudkundige reserves gewoonlijk veel hooger zijn dan het bedrag der liquide activa wijst er op, dat veelal ook de open reserves in het bedrijf zijn vastgelegd.

### § 3. *De beteekenis van de gevolgde dividendpolitiek voor het weerstandsvermogen van de onderneming.*

Ook de gevolgde dividendpolitiek kan invloed uitoefenen op het weerstandsvermogen der onderneming.

Uit een hierna nog nader te bespreken onderzoek naar den gang van zaken bij 183 gereorganiseerde en gefailleerde ondernemingen in de Vereenigde Staten blijkt, dat nog door 118 ondernemingen dividend werd uitbetaald in de laatste jaren voorafgaande aan de débâcle; 68 ondernemingen betaalden nog dividend uit in de laatste drie jaren voorafgaande aan de reorganisatie <sup>1)</sup>. Van deze laatste waren er 47, die ook nog obligaties hadden uitstaan, de overige 21 hadden alleen aandeelenkapitaal. Het merkwaardige is echter, dat ondernemingen met obligaties, die nog dividend betaalden gedurende de laatste drie jaar voor de déconfiture 21 % vormden van het totaal der ondernemingen, die ten deele met obligaties waren gefinancierd. De ondernemingen met uitsluitend aandeelenkapitaal, die nog dividend uitkeerden in de laatste drie jaar voor de reorganisatie vormden 66 % van het totaal der ondernemingen, die uitsluitend met aandeelen werden gefinancierd.

We zien hier een typeerend verschil in dividendpolitiek, dat zich gereedelijk laat verklaren als we bedenken, dat de verhouding van de onderneming tot haar aandeelhouders althans voorzoover deze geen overwegende belangen hebben in de betrokken onderneming, niet veel verschilt van de positie tot haar obligatiehouders. Als gefinancierd wordt met obligatiekapitaal is veelal de positie van de aandeelhouders een andere. Het gewone aandeelenkapitaal zal dan vaak familiekapitaal zijn of althans vermogen in enkele handen geconcentreerd, waarop men eventueel gemakkelijker dividend passeeren kan.

<sup>1)</sup> We bedoelen hier het onderzoek van R. Smith en A. Winakor, gepubliceerd onder den titel: *The financial Structure of unsuccessful companies*, als bulletin van de Illinois University te Urbana 1935.



Het is duidelijk, dat een onderneming die in ongunstige jaren doorgaat met het betalen van dividend haar weerstandsvermogen verzwakt.

Wanneer zij echter voor haar financiering een beroep heeft gedaan op het publiek, heeft zij in het algemeen te maken met personen waarvan er velen betrekkelijk onverschillig tegenover het duurzaam voortbestaan der onderneming zullen staan.

Wanneer het aandeelenbezit zeer verspreid is, zal de collectiviteit van aandeelhouders een in samenstelling steeds wisselende massa vormen. Het gevaar is dan niet denkbeeldig dat op een gegeven moment in de aandeelhoudersvergadering een meerderheid wordt gevormd voor voorstellen die op den duur tegen de belangen van de onderneming ingaan in dien zin, dat zij haar voortbestaan of verdere ontwikkeling belemmeren <sup>1)</sup>.

Inmenging in den gang van zaken zal men van de zijde van het bestuur in die gevallen zooveel mogelijk trachten te voorkomen. Maar men zal den aandeelhouder dan in het algemeen ook op gelijke wijze dienen te behandelen als den obligatiehouder, dus hem zolang mogelijk dividend betalen. De aandeelhouders zullen op hun beurt niet anders verwachten.

Het verschil tusschen intrest op obligatieleeningen en dividend op aandeelen vervaagt daardoor min of meer. En dit komt in de dividendpolitiek tot uiting. Men kan zeggen, het bestuur koopt zijn vrijheid van handelen met de omzetting van het wisselend winst-aandeel in min of meer vaste dividendlasten <sup>2)</sup>.

#### § 4. *De oorzaak van de „Verrentung” van het aandeel en daarmee samenhangende verschijnselen.*

Het wil ons voorkomen, dat deze ontwikkeling haar diepsten grond vindt in het feit, dat de vermogensbehoeften van de ondernemingsgewijze producties zoodanig zijn gestegen dat ze niet meer bevredigd kunnen worden door die spaarders, die bereid zijn hun inkomen afhankelijk te stellen van de betrekkelijk onzekere uitkomsten van het productie-proces <sup>3)</sup>.

<sup>1)</sup> Hoe zeer verspreid het aandeelenbezit bij groote ondernemingen kan zijn, moge blijken uit onderstaande cijfers, die wij ontleenen aan: A. V. Berle Jr. en Gardiner C. Means: *The modern corporation and Private Property*, Londen New York 1935. Table XII. In 1929 bezat de grootste individueele aandeelhouder van de Pennsylvania Railroad slechts 0.34 % van het uitstaande aandeelenkapitaal; de twintig grootsten hadden tezamen nog slechts 2,7 %; de voornaamste aandeelhouder van de Amer. Tel. & Tel. bezat in hetzelfde jaar 0,6 % van het uitstaande kapitaal en die van de U.S. Steel Corp. 0,74 %. De twintig grootste aandeelhouders van laatstgenoemde maatschappij bezaten ook hier slechts een zeer kleine minderheid nl. 5,1 % van het aandeelenkapitaal. Hoewel wij in ons land over de verspreiding van het aandeelenbezit geen gegevens bezitten, meenen wij te mogen aannemen, dat althans bij vele onzer grootste maatschappijen analoge verhoudingen bestaan.

<sup>2)</sup> De onderneming wier aandeelenkapitaal in handen is van een beperkte groep van grootaandeelhouders, die een min of meer duurzaam belang bij de onderneming hebben, is in het algemeen veel vrijer in haar dividendpolitiek. Zoo vermeldt Mannheimer, dat de Fr. Krupp A.G. na den wereldoorlog — in tegenstelling tot andere soortgelijke bedrijven — gedurende geruimen tijd geen dividend uitkeerde en daardoor in staat was haar bedrijf geheel op de inmiddels gewijzigde behoeften in te stellen. Ook de Ned. Hoogovens konden zich veroorloven in de eerste acht jaren van hun bestaan geen dividend uit te keeren.

<sup>3)</sup> De tegenstelling tusschen absoluut-gebonden en relatief-gebonden kapitaal bij Van Ketel is dan ook naar onze meening minder scherp dan deze auteur het voorstelt. De spaarder wenscht in het algemeen geen absolute binding, vandaar dat al heel spoedig in de ontwikkeling van het naamlooze vennootschapswezen de verhandelbaarheid der aandeelen ontstond. Deze ontwikkeling heeft haar



Daarnaast kan ook een zeer belangrijke beteekenis worden toegekend aan de verhooging van de belastingen gedurende de laatste jaren. Financiering d.m.v. obligaties beteekent een vermindering van de belastbare winst. Immers de rente van obligatieleningen komt ten laste van de winst; het dividend op aandeelen uit te keeren vormt een deel der belastbare winst.

In het buitenland is een omvorming in de wijze van financiering bezig zich te voltrekken die ook in ons land haar symptomen reeds heeft geopenbaard. Deze symptomen zijn: in de eerste plaats de steeds belangrijker wordende toepassing der zelffinanciering; ten tweede een vervanging van aandeelenfinanciering door financiering door middel van obligaties en ten slotte de practijk van dividendstabilisatie waardoor aandeelenfinanciering meer gelijkvormig wordt aan obligatie-financiering.

Hieruit volgt dat de onderneming voorzoover zij haar credietbehoeften niet kan dekken door inhouden van een deel van haar winsten, een beroep moet doen op groote groepen van spaarders, waarbij zij in het algemeen min of meer vaste rente- of dividendlasten heeft te aanvaarden. Hieruit zou tevens voortvloeien, dat het verschil in weerstandsvermogen bij aandeelen- of obligatiefinanciering ook minder groot wordt en dat beide vormen de aanwezigheid van reserves eischen om de onderneming in staat te stellen aan de eischen of verlangens der geldgevers tegemoet te komen. De in de financieringsliteratuur o.a. door Dewing en Zentner veelal geuite meening, dat vele financieele *déconfitures* zijn toe te schrijven aan een te ruim gebruik van vaste lasten met zich brengende financieringsfiguren zou dus grondige herziening behoeven. Teveel toch gaat men bij het uitspreken van die meening er stilzwijgend van uit, dat vermogen naar believen in den vorm van aandeelen zonder vaste lasten of van obligaties met vaste rentelasten van de spaarders kan worden verkregen. Men zal zich echter neer te leggen hebben bij het feit, dat er slechts een beperkte hoeveelheid vermogen is, waarvan de bezitters bereid en in staat zijn de wisselvalligheden van de ondernemingsgewijze productie te aanvaarden<sup>1)</sup>. Vooral de zeer groote ondernemingen zullen er rekening mee moeten houden, dat zij voor haar vermogensbehoeften die veel grootere groep van spaarders noodig hebben, voor wie de besparing slechts middel is om zich een regelmatige vloeiende bron van inkomen te verstrekken.

Daarenboven kan worden opgemerkt, dat vele der z.g. ondernemende spaarders niet zoozeer willen ondernemen in een bepaald bedrijf als wel wenschen te speculeeren op de koersbeweging der aandeelen. Ten slotte is daar nog de overweging, dat vaste rentedragende fondsen steeds een belangrijk risico van koersdaling met zich brengen die een voorkeur van de spaarders voor aandeelenfinanciering teweeg brengt.

consequenties voor de onderneming, die nu de keus heeft, of haar aandeelen te laten opnemen door speculanten of haar dividendpolitiek zoo te regelen dat haar aandeelen ook een object voor den beleggenden spaarder kunnen worden. Vele ondernemingen hebben den laatsten weg gekozen. Afgezien van andere niet te onderschatten bezwaren voor de onderneming verbonden aan het feit, dat haar aandeelen grootendeels in handen van speculanten zich bevinden, bestaat o.i. ook de mogelijkheid, dat het aantal dergenen, die hun vermogen op speculatieve wijze wenschen te investeeën niet groot genoeg is om de behoeften van het bedrijfsleven te dekken.

Vgl. A. B. A. van Ketel: Schetsen t.a.p. dl. I, blz. 111 e.v.

<sup>1)</sup> Te onzent heeft Th. Limperg Jr. gewezen op het verschijnsel der marktvernaauwing m.b.t. het aandeelenvermogen. Dit verschijnsel wordt door hem gebezigd ter verklaring van den hooger prijs van het aandeelenvermogen. Hier zien we een andere consequentie van dit verschijnsel. Vgl. Collegedictaten, gepubliceerd door C. D. Ribbius: Leer der Financiering, dl. II, § 41.



In een kortgeleden verschenen publicatie wijst V. Muthesius op de veranderingen in het karakter van het aandeel als financieringsinstrument <sup>1)</sup>. Hij wijst er op, dat de bijzondere eigenschappen van het aandeel: zijn beweeglijkheid, de eenvoudige overdracht, de voorwaarden boden voor een „geruischlooze” concentratie van het aandeelenbezit. Scherp, hoewel overdreven kan men volgens Muthesius deze ontwikkeling typeeren, door te zeggen dat het aandeel van financieringsinstrument geworden is tot concentratiemiddel. Als zoodanig speelt het aandeel in de concern-vorming een zeer belangrijke rol.

Uit deze ontwikkeling vloeide tevens voort, dat men zich de voor de financiering benodigde middelen op andere wijze verschafte of dat men aan de voor beheersconcentratie gebruikte aandelen bijzondere rechten ging verbinden. De voor het bedrijf benodigde gelden worden dan verkregen hetzij uit obligaties, hetzij uit preferente aandelen of uit gewone aandelen, die echter door stabilisering van dividend, risicocompensatie tusschen goede en slechte jaren, meer en meer hetzelfde karakter krijgen als obligaties. Men spreekt dan ook wel van „Verrentung” der aandelen.

§ 5. *Enkele gegevens betreffende de veranderende verhouding van obligaties en aandelen in de financieele structuur der ondernemingen.*

De emissies van de laatste jaren bewijzen, dat naast de zelffinanciering ook de obligatieleening als financieringsfiguur weer grootere beteekenis verkrijgt.

In Duitschland is de beteekenis van de obligatie als financieringsmiddel vooral sedert den oorlog in verhouding tot het aandeel belangrijk toegenomen. Aanvankelijk hield dit verband met de toepassing van de z.g. Emissionssperre, die men eerst aan het eind van 1940 voor aandelen soepeler is gaan toepassen. Niettemin blijven ook daarna de obligaties van groote beteekenis. Een en ander moge blijken uit onderstaand overzicht.

Particuliere emissies in mill. R.M. <sup>2)</sup>

Jaar	Aandelen	Obligaties
1940	188	883,2
1941	941,6	535,3
1942	1.230,9	849,4
1943 (1e helft)	303,9	570,0

Hoewel de geëmitteerde particuliere obligatieleeningen niet alle van ondernemingen afkomstig zijn, misschien grootendeels wel ten laste van kerkelijke of andere charitatieve instellingen zijn uitgegeven, mag uit deze cijfers toch worden geconcludeerd, dat deze beteekenis van de obligaties als financieringsinstrument de laatste jaren is toegenomen. Hoewel over deze landen geen volledige officieele gegevens te onzen dienste stonden,

<sup>1)</sup> V. Muthesius: Die Aktie gestern und heute. Die deutsche Volkswirtschaft 1944. Nr. 8.

<sup>2)</sup> Dit overzicht werd op ons verzoek samengesteld door het Financ. Econ. Bureau van De Twentsche Bank te Amsterdam.



mogen we uit de beschikbare cijfers wel afleiden, dat zich in Frankrijk en België dezelfde tendentie heeft geopenbaard <sup>1)</sup>).

In ons land zien we hetzelfde verschijnsel. Eerst in 1943 wordt de obligatie van grooter beteekenis. Voor ons land beschikken we over meer gedetailleerde gegevens, zoodat we hier in staat waren na te gaan welk deel van de obligatie-emissies aan het particuliere bedrijfsleven ten goede is gekomen.

In 1941 werden in den vorm van aandelen door het Nederlandsche bedrijfsleven bijna 14.000.000 gulden nominaal opgenomen, obligaties werden niet uitgegeven <sup>2)</sup>. Voor 1942 constateerden we ruw 6.000.000 gulden nominaal aan aandelen en daartegenover slechts een obligatie-uitgifte ten bedrage van 800.000 gulden <sup>3)</sup>.

Voor 1943 waren deze cijfers echter: aandelen bijna 11 miljoen, obligaties bijna 32,5 miljoen, terwijl 1944 het volgende beeld vertoont: aandelen 15,3 miljoen, obligaties 13,9 miljoen. Hierbij valt echter op te merken, dat in 1943 de obligatie-uitgifte voor ruim 31,6 miljoen op conversies betrekking had en slechts voor 0,8 miljoen op nieuw vermogen. In 1944 daarentegen bestond het bedrag voor bijna 10 miljoen uit nieuw vermogen, terwijl 3,9 miljoen op conversies betrekking hadden. Eerst in 1944 heeft dus de obligatie voor de financiering van het particuliere bedrijfsleven weer een aan het aandeel gelijkwaardige beteekenis <sup>4)</sup> <sup>5)</sup>.

<sup>1)</sup> We geven hier voor Frankrijk een staatje, ontleend aan de N.F.A. van 2 September 1943, waarin de verhouding van aandelen en obligaties in de *particuliere* emissies in miljoenen frs. door maandgemiddelden wordt aangegeven:

	Aandeelen	Obligaties
1940 (gem. per maand) . . . . .	47.4	116.5
1941 (gem. per maand) . . . . .	374.0	3.340.2
1942 (gem. per maand) . . . . .	390.9	3.025.1
1943 April . . . . .	245.5	1.371.8
1943 Mei . . . . .	210.3	222.5
1943 Juni . . . . .	511.6	355.5

Voor België ontleenen wij onderstaand overzicht in miljoenen frs. aan de Berliner Börsen Zeitung van 23 Mei 1944.

	Aandeelen	Obligaties
1940 (jaartotaal) . . . . .	949.5	0.5
1941 (jaartotaal) . . . . .	2.716.2	205.8
1942 (jaartotaal) . . . . .	697.7	70.6
1943 (jaartotaal) . . . . .	588.9	924.—

<sup>2)</sup> Een uitzondering moet hier worden gemaakt voor een emissie van f 5.000.000.— inkomst-obligaties, die de A.K.U. ten laste van haar dochtermaatschappij de Mij. voor Strooveredeling plaatste bij de Mij. voor Industriefinanciering.

<sup>3)</sup> Deze emissie geschiedde t.l.v. Hazemeyer, Hengelo en was nog voor een bedrag van f 566.500.— voor conversie bestemd.

<sup>4)</sup> De voor 1943 vermelde cijfers vertoonen evenals die van voorgaande jaren eenige afwijking met die, vermeld in het Maandschrift v. h. Centraal Bureau voor de Statistiek Jan./Febr. 1944. Wat de aandelen betreft, is het verschil voornamelijk te zoeken in het feit, dat het C.B.S. de koerswaarde, wij echter de nominale waarde hebben vermeld. Voorts vermeldt het C.B.S. bij obligaties alleen de nieuw-geld emissies, niet de conversies. In 1943 wordt door het C.B.S. blijkbaar evenmin rekening gehouden met de obligatie-emissie ad. f 500.000.— van de N.V. Bouwmaatschappij Wabo.

<sup>5)</sup> Hoewel de conversieleeningen een symptoom zijn van toenemende beteekenis van de obligatie als financieringsinstrument, bewijzen zij toch wel, dat haar beteekenis in ieder geval niet verminderd is. Zoudende ondernemingen, die obligaties hebben uitstaan toch aandelen prefereeren, dan kunnen zij haar obligaties in aandelen converteeren.



Voor Engeland en de Vereenigde Staten ontbreken ons momenteel de noodige gegevens. Enkele voorbeelden die als symptoom van de hier geschetste ontwikkeling kunnen gelden, vinden we o.a. in de jongste kapitaaluitbreiding van de Aluminium Corp. of America, die een 3 % leening van \$ 84 miljoen emitteerde, een emissie die grootendeels door verzekeringsinstellingen werd opgenomen. Verder werd onlangs melding gemaakt van een 4½ % leening ten laste van de British Celanese. Deze leening, groot £ 1½ miljoen, waarvan voorloopig £ 600.000 wordt uitgegeven, zal moeten dienen ter financiering van de door deze maatschappij voorgenomen productie van synthetische rubber.

De noodzakelijkheid, voor de financiering van groote bedrijven een beroep te doen op een breede laag van spaarders eenerzijds en het streven naar concentratie van beheer anderzijds heeft er toe geleid, dat het gewone aandeel met zijn statutaire beheers- en winstrechten als financieringsfiguur op den achtergrond is geraakt en vervormd werd tot of verdrongen door figuren, die meer het karakter van geldleeningen hebben.

Dat in het bijzonder de obligatieleening niet alleen in het buitenland, maar ook hier te lande weer meer op den voorgrond treedt, behoeft ons op zichzelf niet te veront- rusten <sup>1)</sup>.

We moeten echter de obligatieleening blijven zien in het kader van een meer partieele financiering, terwijl bovendien meer of minder belangrijke reserves noodig zijn om ook in ongunstige jaren aan de periodiek weerkerende verplichtingen tegenover de geldgevers te voldoen. Op deze wijze kan partieele financiering met gebruikmaking van obligaties eveneens tot een gezonde financieele constructie leiden.

In de lijn van deze ontwikkeling past dan een politiek gericht op het vormen van effectieve reserves in zoodanigen omvang, dat men ook bij tijdelijk ongunstigen gang van zaken tegenover de geldgevers niet in moeilijkheden komt.

#### § 6. Weerstandsvermogen en credietwaardigheid.

De dividendstabilisatie als uiting van de „Verrentung” van het aandeel draagt niet direct bij tot versterking van het weerstandsvermogen der onderneming. Wel is zij oorzaak, dat het verschil tusschen aandeele- en obligatiefinanciering met betrekking tot het weerstandsvermogen minder groot geworden is.

Niettemin kan handhaving van een stabiel dividend wel bijdragen tot verhooging van de credietwaardigheid van de onderneming.

De credietwaardigheid van de onderneming berust op solvabiliteit en financieele soliditeit. Onder dit laatste begrip verstaan wij de mate, waarin kans bestaat, dat het vermogen van de onderneming geheel of gedeeltelijk door verliezen verloren gaat. De solvabiliteit definieert men gewoonlijk als de verhouding van het totaal in de onderneming geïnvesteerd vermogen tot het vreemde vermogen. De solvabiliteit moet echter niet uitsluitend vanuit deze quantitatieve verhouding worden bezien, maar ook naar de samenstelling der activa, in het bijzonder de verhouding tusschen vaste en vlottende activa.

De financieele soliditeit, zooals we deze hierboven hebben omschreven, hangt dus samen met den aard van het bedrijf, met de stabiliteit van zijn resultaten. Alle maatregelen, gericht op de verkrijging van grootere stabiliteit daarin, verhoogden dus de financieele soliditeit en daarmee de credietwaardigheid van de onderneming.

<sup>1)</sup> Dat ook overwegingen van fiscaal aard aan deze ontwikkeling niet vreemd zijn, werd door ons reeds in het voorgaande opgemerkt.



Daartegenover verhoogt de reservopolitiek, omdat zij de verhouding tusschen eigen en vreemd vermogen ten gunste van het eigen vermogen doet toenemen, weer de solvabiliteit van de onderneming.

Ook de credietwaardigheid, die intusschen niet alleen door maatregelen van financieel beleid wordt versterkt — ook een juist commercieel en administratief beheer is daarvoor van beteekenis — vormt een belangrijken factor voor het weerstandsvermogen van de onderneming. Immers de credietwaardigheid van de onderneming en de erkenning daarvan door de geldgevers <sup>1)</sup> schept enerzijds een waarborg, dat verleende credieten ook in perioden van financieele spanning niet direct zullen worden opgevraagd, anderzijds ontstaat daardoor de mogelijkheid zelfs onder dergelijke omstandigheden nieuw crediet te verkrijgen.

#### § 7. *Maatregelen van organisatorischen aard vergeleken met financieel-politieke.*

Niet uitsluitend door maatregelen van financieele politiek wordt het weerstandsvermogen van de onderneming beïnvloed. Ook maatregelen van organisatorischen aard hebben daarop invloed. Wij hebben ons echter in het kader van onze studie beperkt tot die maatregelen, die evenals de reorganisatie, de financieele structuur direct beïnvloeden. Alleen die maatregelen bieden een mogelijkheid van vergelijking met die welke bij een reorganisatie noodzakelijk zijn.

Het typeerende van deze maatregelen is nl., dat zij evenals dat bij reorganisatie het geval is, van alle of bepaalde groepen van geldgevers meer of minder zware offers vragen.

Immers bij inhouding van winsten tot het vormen van reserves, die in reserve-activa worden geïnvesteerd, moeten de aandeelhouders en andere winstgerechtigden van een deel der bedrijfsresultaten, die hun anders waren uitgekeerd, afstand doen. Zij staan hun niet meer ter beschikking.

De maatregelen van organisatorischen aard zijn meer gericht op behoud van positieve bedrijfsresultaten, van economische rentabiliteit. Vooral waar de productie-capaciteit betrekkelijk onelastisch is en de feitelijke productieomvang sterke afwijkingen van den normalen vertoont, vormt de handhaving van een normaal rendement wel een uitermate moeilijk probleem.

In twee richtingen kan worden gepoogd een zekere rentabiliteit te handhaven en wel in de eerste plaats door stabilisatie van den productieomvang en vervolgens door de productie-capaciteit een zoo groot mogelijke elasticiteit te verschaffen.

We kunnen in verband met de grenzen die wij noodzakerlijkerwijze aan deze studie moeten stellen hierop niet uitvoerig ingaan. Wel willen wij er op wijzen, dat het handhaven van een bepaalden productieomvang, in overeenstemming met de beschikbare capaciteit juist in depressie-perioden zoodanige eischen aan de financieele middelen kan stellen, dat de onderneming op den duur in moeilijkheden geraakt. Het streven om het bedrijf tot elken prijs op volle capaciteit te laten werken, zal er toe kunnen leiden, dat men de financieele structuur op een te zware proef stelt <sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Sandig spreekt van „anerkannte Kreditfähigkeit“ Finanzierung mit Fremdkapital. Leipzig 1930 blz. 28.

<sup>2)</sup> In gelijken zin: A. M. Groot: Moderne Kostprijsoopvattingen. Purmerend 1938 blz. 136 e.v. Groot spreekt hier van de minimum-positie van de financieele capaciteit.

In zijn: Kalkulation und Preispolitik Berlin 1935 geeft F. Schmidt van een andere opvatting blijk. Volgens dezen auteur zou de bedrijfspolitiek van de onderneming steeds gericht moeten zijn op handhaving van de optimale bedrijfsbezetting, door hem aangeduid als „Normalbeschäftigung“.



Aan de tweede mogelijkheid wordt naar wij meenen in de practijk van het bedrijfsleven veel te weinig gedacht. Veelal wordt de grootere kwetsbaarheid van het bedrijf tengevolge van de toename der constante kosten zonder meer aanvaard. Men ziet over het hoofd, dat de kwetsbaarheid vermindert naarmate de diversiteit in den levensduur der verschillende duurzame productiemiddelen grooter is. Die diversiteit kan worden vergroot, indien de capaciteit van de individueele productiemiddelen gering is in verhouding tot de capaciteit van het geheele bedrijf en grooter geleidelijkheid wordt betracht bij vervanging of uitbreiding van het productieapparaat. Vooral in perioden van hoogconjunctuur zien we een gelijktijdige vernieuwing en uitbreiding, waar een geleidelijke op haar plaats zou zijn geweest. Hierdoor verkrijgt de onderneming een grootere kwetsbaarheid, die men beter had kunnen vermijden.

De beste weerstandspolitiek voor de particuliere onderneming ligt naar onze meening in de eerste plaats in de zorg voor een zoo groot mogelijke geschiktheid zich aan veranderende omstandigheden aan te passen, voor een zoo groot mogelijke elasticiteit. Daar een volkomen stabiliseering der bedrijfsresultaten onder dynamische verhoudingen niet mogelijk zal zijn, zal de verwerving van reserve-activa en eventueel van garanties niet kunnen worden gemist om het bedrijf het noodige weerstandsvermogen te verschaffen.



## HOOFDSTUK V

### VERANDERINGEN IN FINANCIEELE STRUCTUUR EN WEERSTANDS- VERMOGEN DER ONDERNEMINGEN, IN HET BIJZONDER DER NEDER- LANDSCHE INDUSTRIE

#### § 1. *Betekenis van het onderzoek naar veranderingen in de financiële structuur der ondernemingen.*

Onbevredigende gang van zaken zal zich in de meeste gevallen openbaren door verschuivingen, zoowel in de samenstelling der activa, de kapitaalsstructuur, als in die der passiva, de vermogensstructuur.

Deze veranderingen zullen steeds neerkomen op een verzwakking van het weerstandsvermogen der onderneming.

Het is van belang na te gaan van welken aard die verschuivingen zijn en hoe zij het weerstandsvermogen beïnvloeden.

Een onderzoek naar die veranderingen kan om verschillende redenen van betekenis zijn. In de eerste plaats zou uit dit onderzoek kunnen blijken in hoeverre die veranderingen symptomatisch zijn voor een naderende déconfiture. Vervolgens zouden de bovenbedoelde verschuivingen ons een inzicht kunnen geven in den invloed van het conjunctuurverloop op het bedrijfsleven. We zouden die veranderingen kunnen zien als een vorm waarin het conjunctuurverschijnsel zich openbaart.

Onze bedoeling is een andere geweest. In nagenoeg elken bedrijfstak treffen we ondernemingen aan, die zich ook in jaren van ongunstige conjunctuur hebben weten te handhaven terwijl andere in zoodanige financiële moeilijkheden geraakten, dat zij tot reorganisatie of zelfs tot liquidatie moesten overgaan. In het kader van onze beschouwingen rijst nu de vraag: lagen in de financiële structuur en in het financieel beleid dezer laatste ondernemingen elementen, die haar weerstandsvermogen hebben verzwakt? Of anders uitgedrukt: dank zij welken factoren waren de ondernemingen, die zich zonder ernstige financiële moeilijkheden wisten te handhaven, daartoe in staat?

Hier was dus vergelijking van gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde geboden<sup>1)</sup>.

In het bijzonder kan daaruit blijken, in hoeverre het niet voldoen aan de door ons in de voorgaande hoofdstukken afgeleide normen tot zoo ernstige moeilijkheden heeft geleid dat financiële reorganisatie noodzakelijk werd.

In dit hoofdstuk zullen dus de theoretische beschouwingen en conclusies der voorafgaande hoofdstukken aan de resultaten van empirisch onderzoek worden getoetst. Daar hebben wij nagegaan aan welke eischen de financiële structuur van een onderneming moet voldoen om weerstand te kunnen bieden aan ongunstige economische verhoudingen en hoe de financiële structuur tot dat doel kon worden versterkt. In hoeverre hebben de

<sup>1)</sup> Wij hebben de geliquideerde zaken verder buiten beschouwing gelaten, omdat de daarover beschikbare gegevens dermate onvoldoende waren, dat opneming ervan aan de betrouwbaarheid der resultaten niet ten goede zou zijn gekomen.



ondernemingen voldaan aan deze eischen en in hoeverre is het haar gelukt ondanks ongunstige economische verhoudingen ernstige financieele moeilijkheden te vermijden? Dat is de vraag, die ons thans zal bezighouden.

§ 2. *Het onderzoek naar veranderingen in den financieelen status der ondernemingen in de bestaande literatuur; beteekenis daarvan voor ons probleem.*

Wetenschappelijk onderzoek naar den invloed van veranderingen in de economische verhoudingen op de financieele positie der ondernemingen heeft tot nog toe weinig plaats gevonden.

In ons land werden slechts enkele algemeene beschouwingen over den invloed van de conjunctuur op de onderneming gepubliceerd <sup>1)</sup>.

Naast talrijke studies, gewijd aan de reorganisaties der spoorwegen, verscheen in de Vereenigde Staten een verhandeling over financieele reorganisaties van industrieele ondernemingen van de hand van A. S. Dewing. Dewing beperkte zich daar tot een beschrijving van den financieelen gang van zaken bij 18 „unsuccesful companies”, meest groote concerns. Behalve de algemeene conclusies, die ook op onze literatuur haar invloed niet hebben gemist, biedt het werk weinig aanknoopingspunten voor vergelijking met de resultaten van ons eigen onderzoek. Een Amerikaansche studie van meer recenten datum opent grooter mogelijkheden daartoe. Wij bedoelen de publicatie van Smith en Winakor over de resultaten van het door hen ingestelde onderzoek naar de veranderingen in de financieele structuur van 183 industrieele ondernemingen, die op een of andere manier in déconfiture geraakten. Hoewel ons onderzoek eveneens de financieele structuur der onderneming tot voorwerp heeft, hebben wij toch een eenigszins andere werkwijze moeten volgen dan de beide Amerikaansche schrijvers. De reden hiervoor ligt ten deele in de afwijkende doelstelling van ons onderzoek, ten deele ook in de omstandigheid, dat ons niet alle gegevens ter beschikking stonden, waarvan bovengenoemde schrijvers blijkbaar gebruik konden maken.

Het probleem van Smith en Winakor was, op de eerste plaats aan te geven wat de belangrijkste symptomen zijn van een naderende déconfiture. In hoeverre kan financieele mislukking worden voorzien en op welke factoren dient hierbij in het bijzonder te worden gelet, dit zijn de vragen, die deze schrijvers zich hebben gesteld. Hun interesse gaat daarbij alleen uit naar de mislukte ondernemingen en naar de jaren, die aan het uitbreken der financieele moeilijkheden voorafgingen. Zij vragen zich niet af in hoeverre die oorzaken in de financieele structuur en het financieele beleid van die ondernemingen gelegen kunnen zijn <sup>2)</sup>.

§ 3. *Beschrijving van ons eigen onderzoek; redenen van beperking daarbij.*

Ons onderzoek heeft zich in hoofdzaak moeten baseeren op de gepubliceerde jaarcijfers der betrokken ondernemingen. Van het financieele beleid kunnen we ons daarom

<sup>1)</sup> We denken aan de openbare les van B. H. de Jongh: Over den invloed van het depressie-verschijnsel op de onderneming. Roermond 1926 en aan de artikelen van G. W. M. Huysman in de N.V. waarvan wij reeds melding maakten. Een uitzondering vormt een artikel van P. P. v. Berkum in het Maandschrift Economie: De reorganisatie bij Van Vollenhoven.

<sup>2)</sup> Raymond F. Smith en Arthur H. Winakor. Changes in the financial structure of unsuccessful industrial corporations. Urbana 1935.



slechts een voorstelling maken, voorzoover dat in de jaarstukken tot uitdrukking komt.

Voor al in de na-oorlogsche periode, die wij in hoofdzaak in onze beschouwingen hebben betrokken, kwamen in ons bedrijfsleven betrekkelijk veel reorganisaties voor. In de eerste decade van de 20e eeuw is dit verschijnsel daarentegen nog betrekkelijk zeldzaam. Ongetwijfeld zal voor de verklaring hiervan verband moeten worden gezocht met het feit, dat vele ondernemingen eerst daarna voor de dekking van haar vermogensbehoeften den weg vonden naar de kapitaalmarkt en aldus van persoonlijke tot onpersoonlijke vennootschappen werden. In het bijzonder geldt dit wel voor het gebied der industrie.

Wij hebben gemeend ons onderzoek in hoofdzaak tot den industrieelen sector van ons bedrijfsleven te moeten beperken en wel in de eerste plaats omdat in het bijzonder onze industrie in de na-oorlogsche periode een zeer belangrijke ontwikkeling heeft door-gemaakt, waarin het weerstandsvermogen der betrokken ondernemingen op zeer zware proef werd gesteld. Bovendien was dit het eenige gebied, waarop ook in het buitenland eenig onderzoekingswerk werd verricht en ten slotte komen slechts hier een betrekkelijk groot aantal ondernemingen voor, die verplicht zijn haar jaarcijfers openbaar te maken. Ten slotte heeft de industrie zich in ons land tot den belangrijkste tak van welvaart ontwikkeld. „Ook zal na den oorlog in een zoo dicht bevolkt land als het onze voor de volks-welvaart de industriele productie een groote rol blijven spelen” schreef de hoogleeraar-industrieel Gelissen <sup>1)</sup>. Reeds om deze reden zou een beschouwing over de financiering van onze industrie en haar weerstandsvermogen gemotiveerd zijn.

Terwijl Smith en Winakor bij alle ondernemingen een periode van 10 jaar aan de reorganisatie of liquidatie voorafgaande onderzoeken, waren wij genoodzaakt van een bepaalde periode uit te gaan.

Nu treden er in het na-oorlogsche tijdvak zooals reeds gebleken is uit ons algemeen overzicht van reorganisaties en liquidaties in het bijzonder twee perioden naar voren, waarin het reorganisatieverschijnsel met groote frequentie voorkomt nl. één liggend tusschen de jaren 1922 en 1928 en één loopend van 1934 tot en met 1938. De eerste dezer twee perioden wordt nog steeds beheerscht door belangrijke structurele veranderingen in het economisch leven, die met den wereldoorlog verband houden. We hebben reeds gewezen op de aanzienlijke „kapitalfehlleitungen” tot uitdrukking komend in het groote aantal liquidaties in deze periode. In de tweede periode is de invloed van den wereldoorlog minder sterk; er bestaat in deze periode dan ook een meer normale verhouding tusschen reorganisaties en liquidaties. We hebben daarom de tweede periode als uitgangspunt gekozen.

Van de ondernemingen, die werden gereorganiseerd in deze periode hebben we nu de ontwikkeling van de financieele structuur nagegaan vanaf 1924, dus gedurende een tijdvak van 10 jaar voorafgaande aan de periode, waarin het jaar van reorganisatie gelegen is. Waar in verband met onze probleemstelling ook de periode na de reorganisatie van beteekenis is, hebben we de daarop betrekking hebbende gegevens eveneens verzameld en wel tot zoover de gepubliceerde cijfers beschikbaar waren d.i. meestal tot en met 1942. Ter vergelijking hebben we nu de overeenkomstige cijfers over het geheele onderzochte tijdvak, dus van 1924 tot 1942, verzameld voor die ondernemingen, die in deze periode niet in ernstige financieele moeilijkheden geraakten, althans niet tot reorganisatie of

<sup>1)</sup> Voorwoord bij: Meij en Snel. Leerboek der Bedrijfseconomie. Wassenaar 1942.



liquidatie waren gedwongen. Om een vergelijking mogelijk te maken, werden de ondernemingen per bedrijfstak gerangschikt. De industrie werd door ons ingedeeld volgens onderstaande rubrieken:

1. Bouwbedrijven
2. Bouwmaterialenfabricage (Steen, cement, kalk enz.)
3. Chemische Industrie
4. Voedings- en Genotmiddelen
5. Textielindustrie
6. Kleding- en Schoenindustrie
7. Metaal- en Metaalwarenindustrie
8. Scheepsbouw
9. Machinefabrieken en Constructiewerkplaatsen
10. Bouw van andere verkeersmiddelen (Auto-, wagon- en vliegtuigenindustrie)
11. Electrotechnische industrie
12. Papierindustrie
13. Hout- en Houtwarenindustrie
14. Edelmetaalbedrijven.

Hierbij dient te worden opgemerkt, dat ondanks het feit, dat deze rubriceering nog weinig gedetailleerd is — men vergelijke de rubrieken van de Nederlandsche bedrijfstelling; ook de indeeling van de Hoofdgroep Industrie in bedrijfs- en vakgroepen gaat veel verder — er toch in sommige groepen zoo weinig ondernemingen voorkomen, dat de cijfers in geen enkel opzicht representatief geacht kunnen worden voor den gang van zaken in den betrokken bedrijfstak. In meer dan een groep toch is het aantal persoonlijke ondernemingen — firma's en besloten naamloze vennootschappen — nog sterk overheerschend. Voor het vraagstuk dat ons hier bezighoudt, vormt dit echter geen overwegend bezwaar <sup>1)</sup>.

We hebben de cijfers van alle onderzochte ondernemingen individueel gegeven. De verschillen tusschen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen komen daarbij het duidelijkst aan het licht. Combinatie van de cijfers der gereorganiseerde ondernemingen heeft in het bijzonder het bezwaar, dat de jaren van reorganisatie niet samenvallen. Daardoor werkt de invloed van de saneering compenseerend op de cijfers van de overige ondernemingen. Voor het verkrijgen van een globaal overzicht hebben we niettemin de cijfers van de gereorganiseerde ondernemingen en van de niet-gereorganiseerde ondernemingen afzonderlijk gecombineerd. Een algemeene indruk van het verschil in ontwikkeling der financiële structuur bij gereorganiseerde en bij niet-gereorganiseerde ondernemingen kan hierdoor uiteraard wel worden verkregen.

#### § 4. *De verschuivingen in activa en passiva op de balansen der onderzochte ondernemingen.*

Allereerst werden door ons de mogelijke verschuivingen onderzocht in de verhouding

<sup>1)</sup> Een alle belangrijke ondernemingen omvattend onderzoek zou overigens zeer zeker ook voor ons probleem belangrijke gegevens aan het licht kunnen brengen. Een dergelijke arbeid zou echter de samenwerking van een groot aantal personen en de medewerking van alle betrokken ondernemingen eischen.

In sommige gevallen hebben we enkele van de hierboven genoemde bedrijfstakken weer gecombineerd.



van de belangrijkste groepen van activa en passiva in verhouding tot het balanstotaal <sup>1)</sup>. Bij de activa hebben wij onderscheiden:

1. Kasmiddelen
2. Effecten (excl. deelnemingen)
3. Debiteuren
4. Voorraden
5. Overige vlottende activa
6. Deelnemingen
7. Vaste activa
8. Immaterieele activa (goodwill e.d.)

De passiva werden door ons onderscheiden in:

1. Aandeelenkapitaal
2. Reserves
3. Preferent aandeelenkapitaal
4. Prioriteitskapitaal
5. Obligatieleeningen
6. Ander vreemd vermogen op langen termijn
7. Vreemd vermogen op korten termijn.

We hebben voor de afzonderlijke ondernemingen per bedrijfstak gerangschikt de percentages vastgesteld, die de verschillende groepen van activa en passiva in de onderzochte jaren uitmaakten van het totaal der activa en passiva. Eenige resultaten van dezen arbeid zijn als bijlagen in deze studie opgenomen. Het bleek niet mogelijk, alle door ons verzamelde gegevens te vermelden. De omvang van het werk zou daardoor te groot worden. We volstaan hier met vermelding van de algemeene conclusies, waartoe de bestudeering van de verzamelde cijfers heeft geleid. De bijlagen, die wij hebben toegevoegd, zijn bedoeld ter illustratie en adstructie van ons betoog. Van de voornaamste der door ons onderzochte groepen kozen we enkele ondernemingen als representant.

Er zijn zooals te verwachten was, aanmerkelijke verschillen in de ontwikkeling van de financieele structuur van gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen te constateeren. Op een enkele uitzondering na toont de ontwikkeling in het bijzonder van de liquiditeitspositie bij de gereorganiseerde ondernemingen een uitgesproken ongunstiger beeld.

Wat de activa betreft, kan allereerst geconstateerd worden, dat de „liquid assets”, waaronder we hier dan verstaan de kasmiddelen en de gemakkelijk realiseerbare effecten, bij de gereorganiseerde ondernemingen reeds van den aanvang af sterk in de minderheid waren vergeleken met de niet-gereorganiseerde instellingen. Tot aan het jaar van reorganisatie vertoonde deze groep een vrijwel ononderbroken daling. Bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen is van een overeenkomstige daling gewoonlijk geen sprake. Wel vertoont het bedrag sterke schommelingen waaruit blijkt, dat deze activa in belangrijke mate als schokbreker voor den golfslag der conjunctuur hebben dienst

<sup>1)</sup> Het balanstotaal is het totaal der actiefzijde van de balans verminderd met eventueele verliezen. Voor de bepaling van de verhouding der passiva tot dit totaal werden in dit geval steeds het gewone kapitaal en de reserves met het verlies verminderd.



gedaan. De niet-gereorganiseerde ondernemingen hebben na aantasting van deze activa blijkbaar steeds weer gestreefd naar herstel ervan. Bij de gereorganiseerde ondernemingen ontbrak dit streven of was men niet in staat het te verwezenlijken.

We mogen hieruit wel concludeeren dat de zorg voor een belangrijk bedrag aan reserve-activa bij den financieelen opzet en de zorg voor handhaving daarvan in den loop der jaren een zeer gewichtigen factor vormt voor het weerstandsvermogen der ondernemingen en een zeer betrouwbaar middel om in tijden van ongunstige conjunctuur een déconfiture te voorkomen.

De samenstelling van de vlottende bedrijfsmiddelen (groepen 3 t/m 5) ondergaat bij de gereorganiseerde ondernemingen geleidelijk een verandering en wel in dien zin, dat de vorderingen afnemen terwijl daartegenover de voorraden een toename of althans een geringere daling vertoonen. Het meer liquide deel der vlottende activa vermindert dus tegenover het minder liquide gedeelte. De oorzaak hiervoor ligt gewoonlijk in een daling van de omzetten welke zich uit in een geringer bedrag aan vorderingen en een vergroting van de voorraden.

Zeer merkwaardig is het verloop van het aandeel der vaste activa. Bij de gereorganiseerde ondernemingen vinden we hier een belangrijke toename tot aan het jaar van de reorganisatie; daartegenover is het percentage vaste activa bij nagenoeg alle niet-gereorganiseerde ondernemingen afnemend. Dit wijst op een toenemende illiquiditeit bij de gereorganiseerde ondernemingen. Het verschijnsel houdt niet alleen verband met een toenemende vertraging in het proces van den vermogensomloop bij ongunstiger wordende verhoudingen, maar is bovendien een gevolg van de door deze ondernemingen gevolgde afschrijvingspolitiek. Hoe grootter het aandeel van de vaste activa wordt, des te geringer zal het weerstandsvermogen worden. Na de reorganisatie constateeren we dan ook een plotselinge daling van het percentage der vaste activa.

We komen nu aan de verschuivingen in de vermogensstructuur, de verhouding van de verschillende groepen van passiva tot het totaal geïnvesteerde vermogen.

In de vermogensstructuur valt allereerst op, dat de reserves bij de niet-gereorganiseerde een veel belangrijker plaats innemen dan bij de gereorganiseerde. Het opteren van reserves wijst op een onbevredigenden gang van zaken. Ontbreken deze, dan zal de onderneming veel spoediger tot reorganisatie moeten overgaan, omdat in dat geval de verliezen zich in den loop der jaren zoodanig zullen ophoopen, dat ze binnen afzienbaren tijd althans niet meer door latere winsten kunnen worden ingehaald.

Niet alleen ontbreken bij gereorganiseerde ondernemingen veelal reserves, ook waar ze aanwezig zijn, zien we ze geleidelijk in betekenis afnemen tot aan het jaar van reorganisatie.

Als algemeene tendentie kunnen we ook constateeren dat de verhouding van eigen tot vreemd vermogen zich bij de gereorganiseerde ondernemingen in de jaren aan de reorganisatie voorafgaand geleidelijk ten gunste van het vreemde vermogen wijzigt. De rechten van de schuldeischers op het kapitaalgoederencomplex der onderneming worden bij vele der gereorganiseerde ondernemingen steeds grootter. Wat het vreemde vermogen op langen termijn, in het bijzonder het obligatievermogen aangaat, konden we constateeren, dat deze financieringsfiguur zoowel bij gereorganiseerde als bij niet-gereorganiseerde ondernemingen voorkomt. Wanneer obligatiefinanciering moeilijkheden oplevert, vindt dit gewoonlijk zijn oorzaak in het ontbreken van liquide activa, die in ongunstige jaren de vaste rente- en aflossingsverplichtingen kunnen opvangen.



Overigens kunnen we opmerken, dat de obligatie-leening noch bij gereorganiseerde, noch bij niet-gereorganiseerde ondernemingen een plaats van groote beteekenis inneemt. Bij vele ondernemingen, gereorganiseerde zoowel als niet-gereorganiseerde, zien we bovendien, dat de obligatieleening na aflossing niet wordt vernieuwd, maar geleidelijk vervangen door eigen vermogen. Er is in de laatste jaren, vooral in het buitenland weer toenemende neiging tot het gebruik van obligaties te bespeuren. In ons land zijn de symptomen hiervan vrij zwak en althans tot 1943 nauwelijks waarneembaar, al kan worden gezegd, dat het bedrijfsleven tegenover de obligatie-leening niet principieel afwijzend staat en volgens de door ons ontwikkelde grondslagen van de financiering ook niet afwijzend behoeft te staan. Wat de kosten van de obligatiefinanciering aangaat, zal veel ervan afhangen, hoe ons belastingstelsel zich in de naaste toekomst zal ontwikkelen.

Niet altijd valt te constateeren, dat het vreemde vermogen tot aan het moment van reorganisatie toeneemt. Vaak toch wordt met de reorganisatie gewacht tot het bedrijf zich weer hersteld heeft <sup>1)</sup>. Bovendien zien we in sommige bedrijfstakken, waar in belangrijke mate met afnemerscrediet wordt gewerkt, zooals in het aannemingsbedrijf, dat in de ongunstige jaren het vreemde vermogen op korten termijn zoodanig afneemt, dat het eigen vermogen in de jaren aan de reorganisatie voorafgaande stijgt i.p.v. daalt.

Voor de verdere adstructie van ons betoog verwijzen we naar de als bijlagen opgenomen cijfers van een aantal gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen en de daarbij gegeven beschouwingen.

#### § 5. *Veranderingen in de onderlinge verhoudingen van bepaalde groepen van activa en passiva.*

Voor de veranderingen in den financieelen status van de onderneming zijn niet alleen de verhoudingen van verschillende groepen van activa en passiva tegenover het totaal geïnvesteerde vermogen van beteekenis, ook andere verhoudingen en vooral de wijzigingen daarin kunnen daarvoor aanwijzingen geven. Van groote beteekenis voor het weerstandsvermogen van de onderneming is haar capaciteit om aan loopende verplichtingen te voldoen. Hoewel deze ook reeds blijkt uit de verhouding van kasmiddelen tot totale activa („cash ratio”) legt men gewoonlijk voor de bepaling van deze verhouding verband tusschen vlottende activa, die dus voorzoover ze niet uit kasmiddelen bestaan toch naar men aanneemt binnen korten tijd daarin worden omgezet, en de verplichtingen op korten termijn. De verhouding tusschen die twee grootheden wordt door Smith en Winakor genoemd de „current ratio”. Deze verhouding werd door genoemde schrijvers voor de door hen beschouwde ondernemingen bepaald, eveneens gedurende een tijdvak van tien jaren aan de reorganisatie voorafgaande. Het merkwaardige verschijnsel deed zich daarbij voor, dat de vlottende activa eerst in het laatste jaar voorafgaande aan de déconfiture daalden beneden de grens van 100 % boven de schulden op korten termijn, die door de bekende reeds vroeger gereleveerde 2 : 1 regel, door velen als norm voor de liquiditeitspositie aangenomen, wordt vereischt. Hier blijkt wel zeer duidelijk de geringe waarde van het gebruik van „Faustregel” zooals door ons in het voorlaatste hoofdstuk besproken. Het handhaven van deze verhouding leidt op zichzelf dus nog niet tot versterking van het weerstandsvermogen der onderneming. Ook bij ons onderzoek kwam

<sup>1)</sup> Men spreekt hier wel van hausse-reorganisaties. Niet altijd wijst echter de reorganisatie op een herstel van de conjunctuur, zooals J. Willems terecht opmerkt. Art. in De Maasbode 1936.



dit naar voren. Het verloop van de „current ratio” is voor de verschillende ondernemingen vrij grillig. In het algemeen speelt het korte crediet in de vermogensstructuur van onze industriële ondernemingen een veel geringer rol dan bij de Amerikaansche bedrijven. Hierdoor zijn de current ratio's ook bij ons veel hoger. Bij verschillende onzer ondernemingen deed zich het verschijnsel voor dat deze verhouding ook onmiddellijk voor de reorganisatie nog belangrijk boven het door de 2 : 1 regel vereischte minimum lag. Bij de meeste ondernemingen kon door ons wel een ongunstiger worden van bedoelde verhouding worden geconstateerd.

Smith en Winakor hechten meer waarde aan wat zij noemen de „Working Capital to Total Assets-ratio”. Hieronder verstaan zij dan de verhouding van het overschot van vlottende activa boven schulden op korten termijn in verhouding tot de totale activa. Men kan ook voor deze verhouding geen algemeen geldenden norm opstellen. Uit de onderzoekingen van genoemde schrijvers zou echter blijken, dat deze verhouding de naderende débâcle vrij zuiver en vrij langen tijd van tevoren registreert. „This ratio declined 72 per cent in the ten-year period (vooraangaande aan de reorganisatie), whereas the Current ratio declined only 45 per cent and the Cash to Total Assets ratio 61 per cent. The Working Capital to Total Assets ratio moreover, recorded a weakening in the current position of the failures much earlier than either of the two”<sup>1)</sup>.

Waar wij bij ons onderzoek, zooals later nog nader blijken zal, in vele gevallen dezelfde ervaring hebben opgedaan, is het van beteekenis ons af te vragen waarom deze Working Capital ratio een zuiverder instrument is om de ongunstige ontwikkeling in de financieele structuur van de onderneming te registreren dan de Current ratio. De beide Amerikaansche onderzoekers laten zich over deze vraag niet uit. Het is o.i. echter wel mogelijk dit empirisch gevonden resultaat door een eenvoudige redeneering aan te toonen. De mate waarin de onderneming in staat is aan loopende verplichtingen te voldoen, wordt niet aangegeven door het *quotient* van vlottende activa en kortlopende schulden maar door het *overschot* van de eerste boven de laatste.

Het valt gemakkelijk in te zien, dat een toename van de Current ratio gepaard kan gaan met een afname van bovenbedoeld overschot. Immers de current ratio zal als regel grooter dan 1 zijn. Een vermindering van de vlottende activa en een gelijktijdig doch geringer daling van de schulden op korten termijn zal de current ratio doen toenemen. Het overschot aan vlottende activa wordt echter kleiner. Bij een vergelijkende beschouwing van de eerste en tweede kolom van onzen staat E kunnen we constateeren, dat dit verschijnsel bij verschillende gereorganiseerde ondernemingen optrad. En dit is ook wel verklaarbaar. Immers bij ongunstigen gang van zaken zullen vlottende activa wel verminderen, althans het meest liquide gedeelte daarvan. Met de schulden op korten termijn behoeft dit nog niet in dezelfde mate het geval te zijn. De onderneming zal moeite hebben om haar schulden aan leveranciers en bank te voldoen. Het overschot van vlottende activa boven schulden op korten termijn wordt dus kleiner, maar de current ratio stijgt. Wij geven een cijfervoorbeeld ter toelichting. Stel de vlottende activa bedragen f 200.000,—, de schulden op korten termijn slechts f 50.000,—, een gunstige verhouding, die echter voor onze industriële ondernemingen, zelfs voor die, welke in financieele moeilijkheden geraakten, geen uitzondering vormt. In den loop van den tijd neemt nu het bedrag der vlottende activa af met f 40.000,—, de schulden op korten termijn met

<sup>1)</sup> T.a.p. blz. 106.



slechts f 20.000,—. De current ratio die aanvankelijk 4 was, is nu gestegen tot 5. Het overschot aan vlottende middelen daalde echter van f 150.000,— tot f 130.000,—.

Het spreekt intusschen vanzelf, dat het bedoelde overschot zal moeten worden beoordeeld in verband met de grootte van het totale in de onderneming aanwezige kapitaal-goederen-complex. Dit is dan ook de reden, waarom men dit overschot uitdrukt in procenten van de totale waarde der activa.

Wat de Cash-ratio betreft, ook deze geeft zooals te verwachten was een vrij zuiver beeld van de verzwakking van de financieele structuur. Wij hebben de verschuivingen in de verhouding van kasmiddelen en andere liquide activa tot de totale activa reeds bij de bespreking van de kapitaalsstructuur nagegaan. In het algemeen vertoonde deze verhouding een ongunstig beeld bij de gereorganiseerde ondernemingen in vergelijking met de niet-gereorganiseerde. Bovendien constateerden wij een daling van die verhouding tot aan het jaar van reorganisatie, evenals we dit thans bij de Working Capital-ratio hebben gezien. De Cash-ratio moet dan ook zeker een beter middel geacht worden tot het registreeren van naderende financieele moeilijkheden dan de current ratio. Het bezwaar van deze verhouding is alleen dat bij de bepaling ervan geen rekening gehouden wordt met den omvang der verplichtingen op korten termijn. De Working Capital-ratio doet dit wel. Zij is dus min of meer te beschouwen als een synthese van de beide andere verhoudingen.

Uit de gegevens in de door ons als bijlagen opgenomen staten kunnen we ons ook een beeld vormen van het verloop der boven besproken „ratio's". Voor deze cijfers verwijzen we naar bijlage IV. De verhouding tusschen de cijfers in de eerste twee kolommen geeft de „current-ratio" aan, het cijfer in de derde kolom de „Working Capital-ratio". De „Cash-ratio" vindt men reeds in de eerste kolom van de tabellen in bijlage III opgenomen.

Ook hier hebben we er de voorkeur aan gegeven de cijfers van gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen afzonderlijk te bezien en wel om dezelfde redenen als we hierboven voor de reeds besproken cijfers hebben gereleveerd.

We gaan thans er weer toe over, de resultaten van ons detail-onderzoek in enkele algemeene conclusies samen te vatten.

De resultaten zelf kunnen we, omdat ze zich zooals we reeds hebben uiteengezet, moeilijk laten samenvatten, niet in extenso vermelden. We hebben ons ook hier weer moeten beperken tot opname van enkele tabellen ter nadere illustratie van ons betoog.

Over het kaspercentage spraken wij reeds bij onze beschouwing over de verschuivingen in de kapitaalsstructuur. Vergelijking met de andere verhoudingen maakte het noodig, het thans wederom ter sprake te brengen.

Hoewel de grootte der kaspercentages uiteraard in de verschillende bedrijfstakken sterk uiteenloopt, zien we toch in het algemeen deze twee verschijnselen nl. dat het percentage in het algemeen voor de gereorganiseerde ondernemingen belangrijk lager is dan voor de niet-gereorganiseerde en voorts dat het percentage reeds gedurende een — van geval tot geval belangrijk varieerend — aantal jaren voorafgaande aan de reorganisatie begint te dalen. De Working Capital-ratio is voor de gereorganiseerde ondernemingen eveneens belangrijk lager dan voor de niet-gereorganiseerde, althans in de meeste gevallen. Bij de gereorganiseerde ondernemingen toont deze verhouding veelal een zeer sterke daling, die vaak in beteekenis de daling van het kaspercentage nog belangrijk overtreft.



Evenals Smith en Winakor konden wij ook constateeren, dat de daling van deze ratio eerder aanving dan die van het kaspercentage. De Working Capital-ratio blijkt bij de Nederlandsche ondernemingen in het algemeen veel hoger dan bij de Amerikaansche, zelfs als we alleen naar die van de gereorganiseerde zien.

Vergelijking van de cijfers der verschillende bedrijfstakken toont ons dat de working capital-ratio sterk uiteen kan lopen. Er is geen algemeene regel voor deze verhouding te geven. De aard van het in de onderneming uitgevoerde productie-proces is hier uiteraard een belangrijke factor.

In eenige gevallen blijkt de Working Capital-ratio negatief te zijn. Zelfs is dit het geval met een enkele niet-gereorganiseerde onderneming, bijv. de N.V. Avis te Zaandam.

De ontwikkeling van de Current Ratio bevestigt onze in het voorgaande reeds theoretisch gevonden conclusie, dat deze verhouding geen betrouwbare indicatie vormt voor de verzwakking van de financieele structuur van de onderneming. Niet alleen worden de hierboven vermelde conclusies van Smith en Winakor t.a.z. van deze verhouding door ons eigen onderzoek bevestigd, maar bovendien blijkt, dat het verloop van deze ratio bijgereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen niet dat markante verschil vertoont als bij de andere verhoudingen kon worden geconstateerd. Zelfs in de jaren onmiddellijk aan de reorganisatie voorafgaande, vinden we vaak nog zeer gunstige verhoudingen.

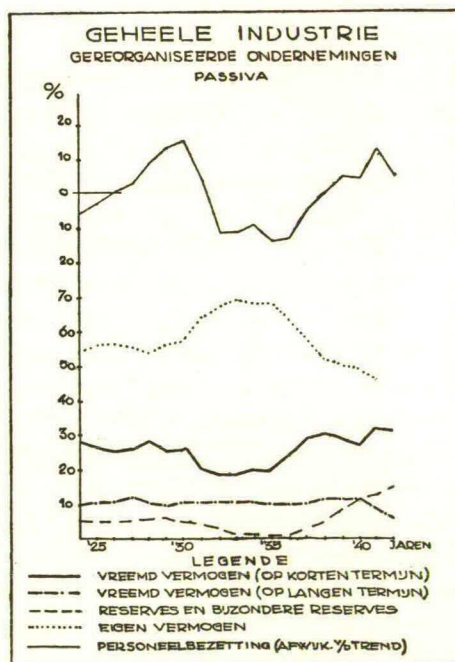
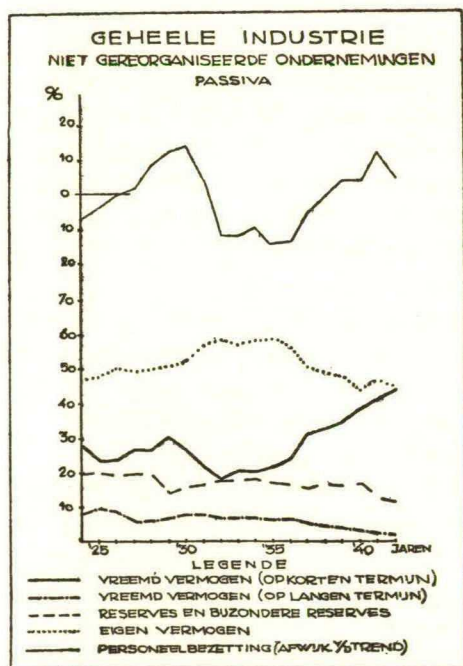
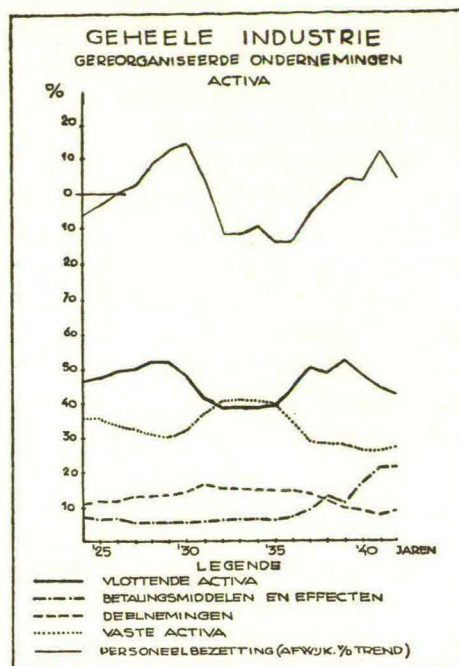
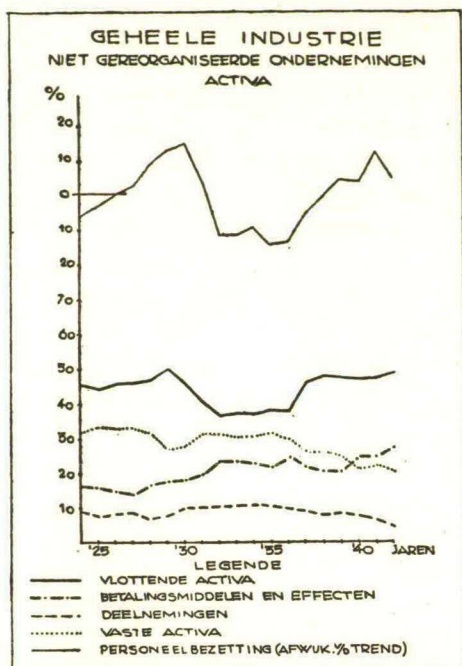
#### § 6. *Gecombineerde cijfers der gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen per bedrijfstak; de invloed van het conjunctuurverloop.*

Ter verkrijging van een gemakkelijk overzicht der hierboven besproken tendenties hebben we de verhoudingen der activa en passiva tot het totaal geïnvesteerde vermogen per bedrijfstak gecombineerd zoowel voor de gereorganiseerde als de niet-gereorganiseerde ondernemingen. De verschillen tusschen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde bedrijven komen in deze gecombineerde cijfers niet zoo duidelijk tot uitdrukking en wel, omdat zooals we reeds hebben opgemerkt de toegepaste saneering op de cijfers van de gereorganiseerde ondernemingen een gunstigen invloed kan uitoefenen. De thans gegeven opstelling heeft daarentegen weer het voordeel, dat zij geen selectie van het beschikbare cijfermateriaal noodzakelijk maakt. De cijfers van alle in de geheele periode van 1924 tot 1942 gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen kunnen jaar voor jaar worden samengevoegd. Ook nu blijken uit deze gecombineerde cijfers markante verschillen tusschen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen.

Combinatie der verkregen cijfers per bedrijfstak leverde tevens een betere mogelijkheid, de ontwikkeling van kapitaals- en vermogensstructuur na te gaan in verband met de ontwikkeling der conjunctuur in de betrokken bedrijfstakken. We hebben daartoe nagegaan, in hoeverre het conjunctuurverloop de verschuivingen in kapitaals- en vermogensstructuur beïnvloedt. Als indicatie voor het conjunctuurverloop hebben we gekozen de fluctuaties in de bezetting in den betrokken bedrijfstak, waarbij de trend werd uitgeschakeld. Voor de bepaling van de bedrijfsbezetting hebben we gebruik gemaakt van de gegevens van de Rijksverzekeringsbank betreffende het aantal type-werklieden<sup>1)</sup>. We geven hier nu allereerst eenige graphieken, waarin het verloop van kapitaals- en vermogensstructuur onderscheidenlijk voor alle gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen is weergegeven.

<sup>1)</sup> Gegevens betreffende de productie waren voor ons doel niet in voldoende mate beschikbaar.





Bij de beschouwing dezer graphieken treft ons allereerst de groote uniformiteit in de veranderingen in de kapitaals- en vermogensstructuur bij beide groepen der in onze beschouwing betrokken ondernemingen. De conjunctuur heeft in het algemeen in dit opzicht op beide categorieën van ondernemingen denzelfden invloed. De algemeene tendenties die we uit de beschouwingen van de meer gedetailleerde gegevens per onder-



neming hebben afgeleid, komen ook in de hier vermelde graphieken tot uiting. Het meest op den voorgrond treedt, zooals te verwachten was, het verschil in de mate waarin over reserve-activa wordt beschikt. Hier vertoont de groep niet-gereorganiseerde ondernemingen een veel gunstiger beeld dan de groep gereorganiseerde. In de meeste bedrijfstakken, zooals ook in de cijfers van de geheele industrie tot uiting komt, blijken de vaste activa bij de gereorganiseerde ondernemingen een veel hooger percentage der totale activa uit te maken dan bij de niet-gereorganiseerde. Niet bij alle bedrijfstakken is dit echter het geval, zooals we in het vervolg van onze bespreking zullen zien. De vlottende activa volgen vrij nauwkeurig de lijn der bedrijfsbezetting, zoowel bij gereorganiseerde als niet-gereorganiseerde bedrijven. Het verloop der vaste activa is daaraan geïnverteerd, echter bij de gereorganiseerde ondernemingen in veel sterkere mate dan bij de niet-gereorganiseerde. Omgekeerd vertoont de ontwikkeling van de reserve activa bij de niet-gereorganiseerde een veel scherpere tegenstelling met die der bedrijfsbezetting dan bij de gereorganiseerde het geval is. Bij de laatste groep ontbreekt in de eerste jaren der onderzochte periode dit inversie-verschijnsel vrijwel geheel. Dit wijst op een gunstiger wordende liquiditeitspositie bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen in tijden van depressie; bij de gereorganiseerde doen zich deze tendenties nagenoeg niet voor.

Wat de passiva betreft, komt in de hier gegeven opstelling duidelijk tot uiting, dat het vreemde vermogen op korten termijn bij de gereorganiseerde ondernemingen in het algemeen van niet grooter beteekenis is dan bij de niet-gereorganiseerde. Het vreemde vermogen op korten termijn vertoont een overeenkomstig verloop als de bedrijfsbezetting; het vreemd vermogen op langen termijn daarentegen blijft vrij stabiel. Waar hier het verloop niet in absolute cijfers, doch in percentages van het totale vermogen werd uitgedrukt, beteekent dit, dat de invloed van veranderingen in het vermogenstotaal werd uitgeschakeld.

We hebben reeds gezien, dat de beteekenis van het vreemde vermogen op langen termijn niet zeer belangrijk is; zijn relatieve beteekenis wordt bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen een weinig overtroffen door die bij de gereorganiseerde. Uit onze graphieken blijkt tevens, dat de plaats van het vreemde vermogen op langen termijn, tot 1942 althans, afnemend is. Het is niet onwaarschijnlijk, dat deze tendentie zich niet zal voortzetten <sup>1)</sup>. Tevens blijkt, dat het vreemde vermogen niet een zoodanige plaats in de financieele structuur van onze industriele ondernemingen inneemt, dat zijn toepassing een belangrijke oorzaak van financieele déconfiture kan zijn geweest, hoewel dat uiteraard bij een enkele onderneming wel het geval was.

Het eigen vermogen neemt bij beide groepen een zeer belangrijke plaats in. Zijn ontwikkeling vertoont een aan de bedrijfsbezetting tegengesteld verloop. Beide groepen van ondernemingen zijn er in het algemeen wel in geslaagd in de jaren van teruggaande bedrijfsbezetting het vreemde vermogen op korten termijn te verminderen. Bij de gereorganiseerde ondernemingen moeten wij echter bedenken, dat de reorganisatie veelal een omzetting van bank- en leverancierscrediet in aandelenvermogen met zich kan brengen.

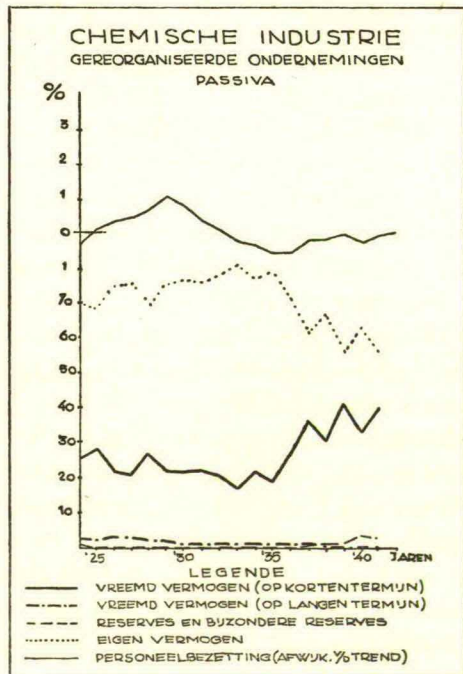
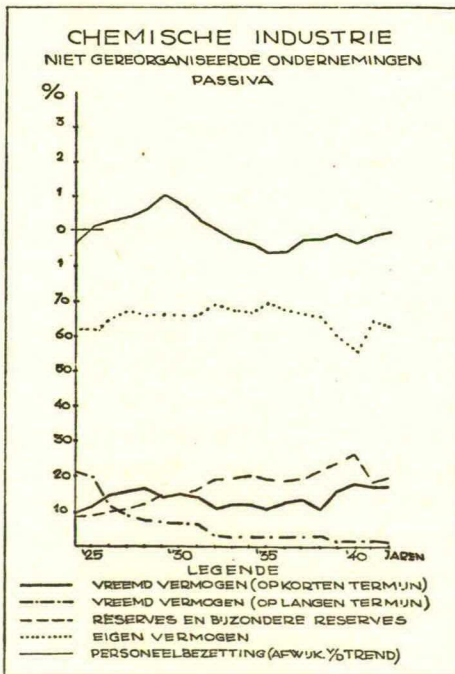
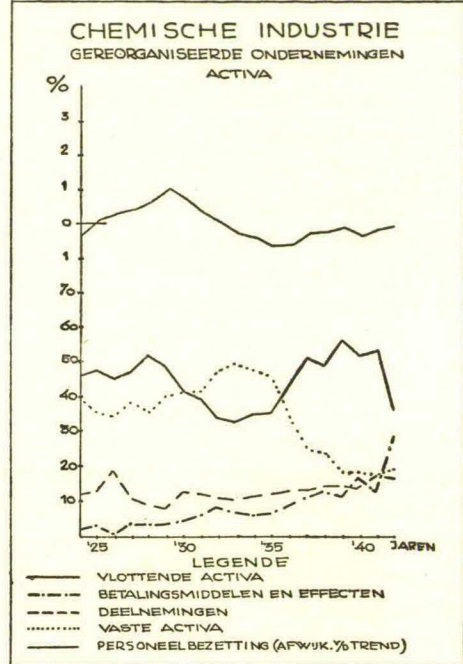
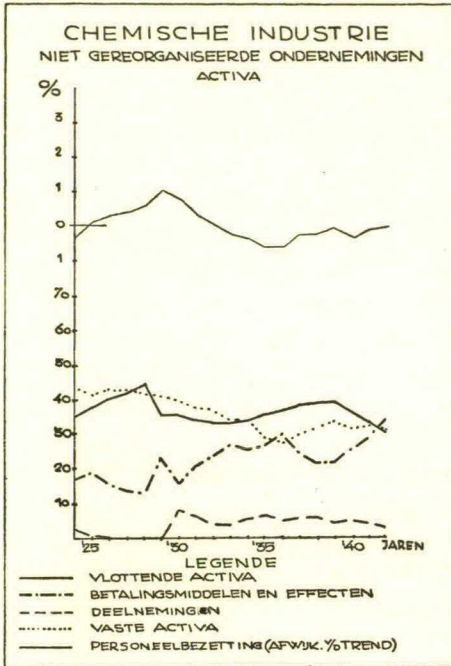
Reserves in den zin van surplus-vermogen komen bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen in veel sterkere mate voor dan bij de gereorganiseerde. Bij deze laatste verdwijnen ze in de jaren van de reorganisatie nagenoeg geheel. In de laatste jaren van de periode, waarop ons onderzoek betrekking heeft, verdwijnen de meest markante verschillen tusschen kapitaals- en vermogensstructuur; in het bijzonder blijkt dit het geval

<sup>1)</sup> Vgl. wat hierover werd opgemerkt in het vorige hoofdstuk.



te zijn met de reserve-activa, die ook bij de gereorganiseerde ondernemingen in de jaren 1940—'42 belangrijk blijken te zijn toegenomen.

We geven nu afzonderlijke graphieken van de ontwikkeling van kapitaals- en vermogensstructuur van enkele der onderzochte bedrijfstakken. De opmerkingen, waartoe beschouwing dezer graphieken aanleiding gaf, hebben wij hieronder vermeld.





## CHEMISCHE INDUSTRIE

De bedrijfsbezetting in dezen tak van voortbrenging is weinig fluctueerend, hetgeen vermoedelijk haar oorzaak vindt in het feit, dat wij hier moesten uitgaan van het aantal type-werklieden in deze industrie werkzaam. Gegevens omtrent productie of omzet waren voor deze industrie, evenals trouwens voor de meeste andere, niet in voldoende mate en over een voldoende groote periode beschikbaar.

*Kapitaals-structuur.*

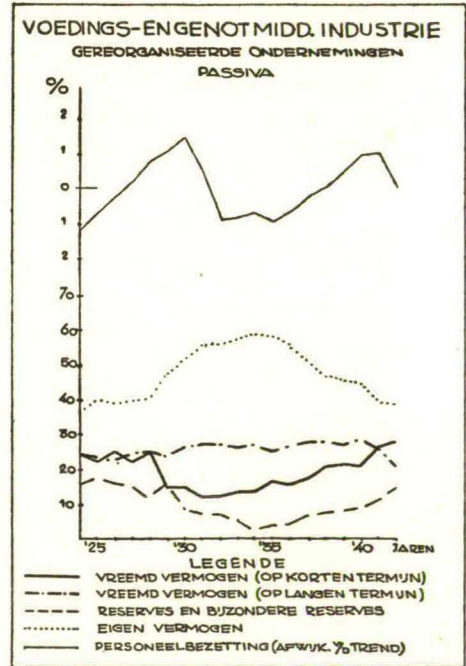
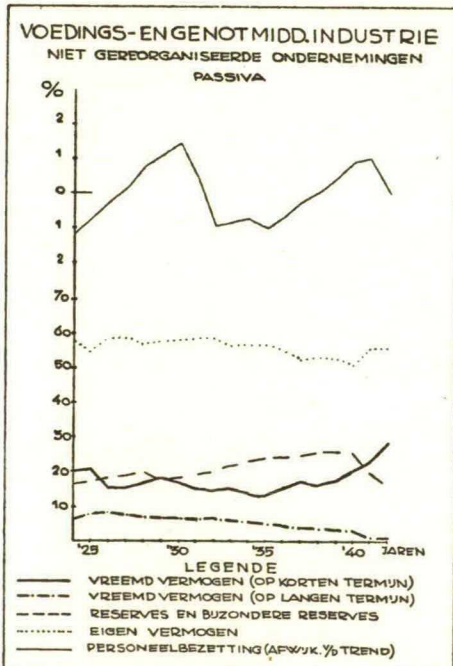
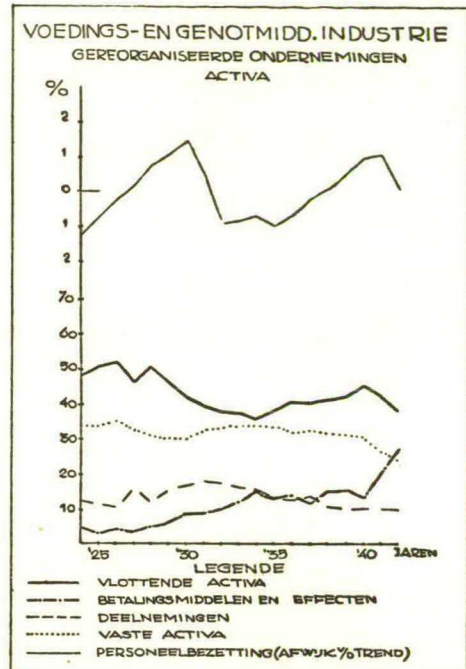
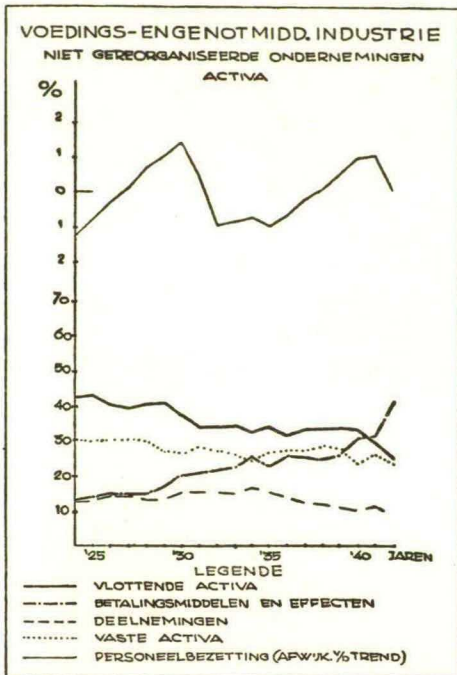
1. Zoowel bij gereorganiseerde als niet-gereorganiseerde ondernemingen constateeren wij een vrijwel geïnverteerd verloop van vlottende- en vaste activa. Bij de gereorganiseerde ondernemingen blijken echter de fluctuaties veel grooter te zijn.
2. Bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen constateeren we een stijgend bedrag aan reserve-activa; het bedrag is bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen echter 2 à 3 maal zoo hoog.

*Vermogens-structuur.*

1. Bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen constateeren we belangrijke reserves, oplopend van 10 tot 25 % van het vermogenstotaal; bij de gereorganiseerde ondernemingen zijn practisch geen reserves.
2. Bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen is het vreemde vermogen op langen termijn afnemend van 20 % tot practisch nihil; bij de gereorganiseerde ondernemingen is het gedurende de geheele onderzochte periode nagenoeg nihil.
3. Bij niet-gereorganiseerde ondernemingen constateeren we een vrij groote stabiliteit in het eigen vermogen en het vreemde vermogen op korten termijn. Bij gereorganiseerde ondernemingen daarentegen bij beide grootheden sterke fluctuaties en volkomen geïnverteerd verloop.



## VOEDINGS- EN GENOTMIDDELENINDUSTRIE



## Kapitaals-structuur.

1. Vlottende activa blijven vrij stabiel, ondanks scherpe declinatie in de bedrijfs-bezetting.

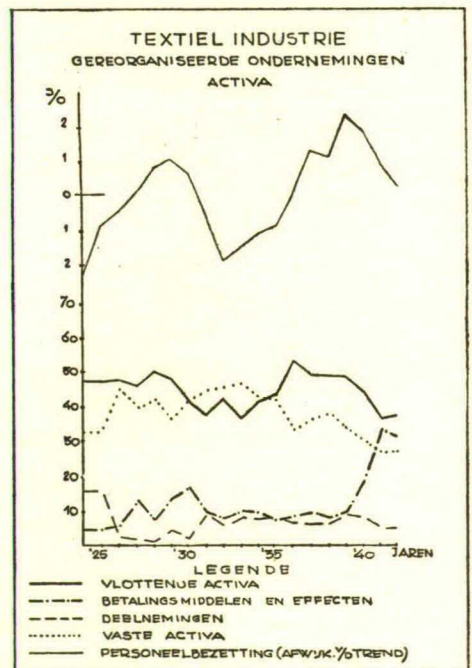
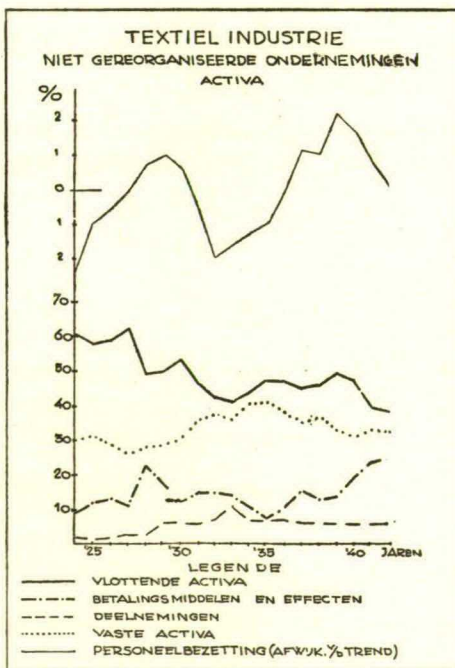


2. Reserve-activa overtreffen in zeer sterke mate bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen die bij de gereorganiseerde.
3. Vlottende activa zowel als vaste bij gereorganiseerde beduidend hoger dan bij niet-gereorganiseerde (resp. 42 tot 25 % en 50 tot 35 %; resp. 30 tot 25 % en 35 tot 25 %).

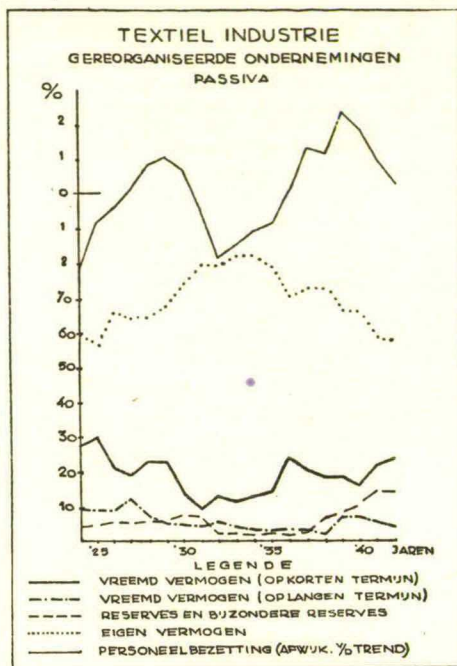
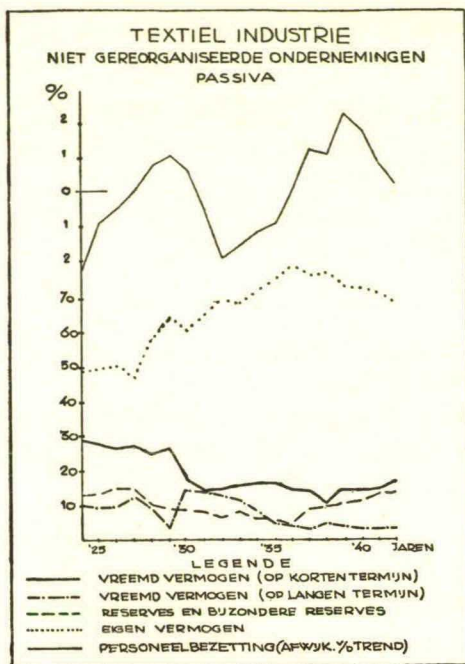
### Vermogens-structuur.

1. Niet-gereorganiseerde bedrijven weinig vermogen op langen termijn, nog geen 10 %; gereorganiseerde variërend van 20 tot 30 %.
2. Reserves bij niet-gereorganiseerde bedrijven geleidelijk toenemend van ca. 18 tot 28 %; bij gereorganiseerde bedrijven aanvankelijk geleidelijk, daarna sterk afnemend tot 1935. Daarna toenemend.
3. Bij niet-gereorganiseerde bedrijven groote stabiliteit van het eigen vermogen, eveneens van het vreemde vermogen op korten termijn; bij gereorganiseerde bedrijven geïnverteerde beweging van eigen vermogen en vreemd vermogen op korten termijn.

## TEXTIEL-INDUSTRIE







### Kapitaals-structuur.

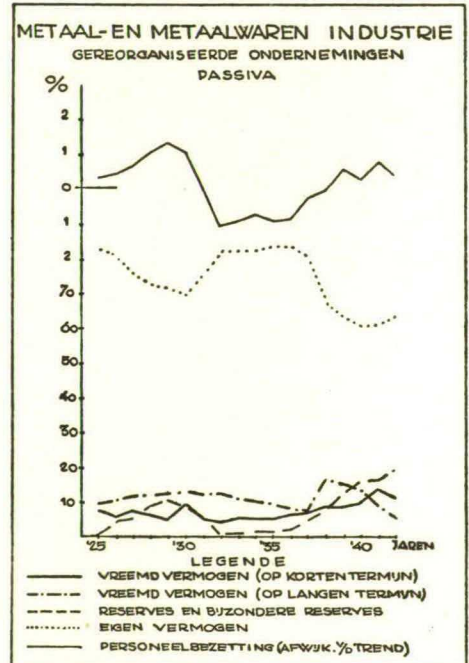
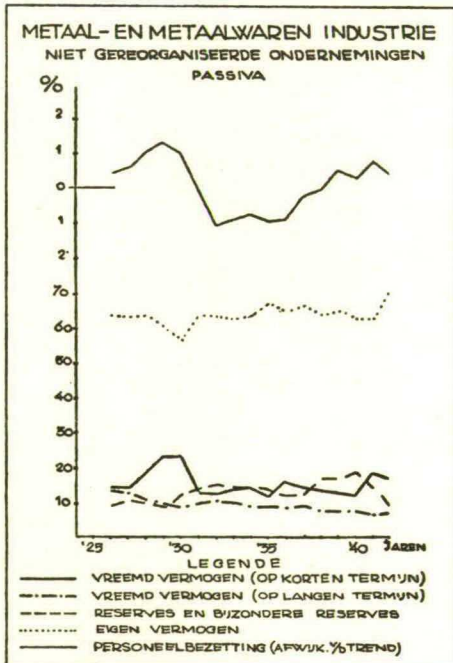
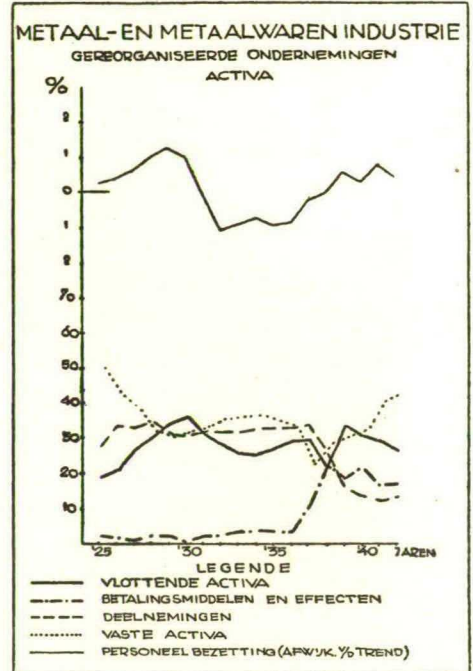
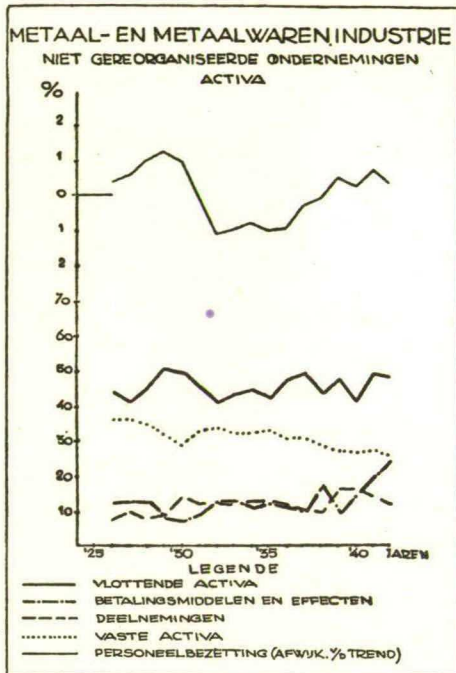
1. Vlottende activa bij niet-gereorganiseerde ondernemingen groter dan bij gereorganiseerde (variaties van 60 tot 40 % en 50 tot 35 %).
2. Vaste activa bij niet-gereorganiseerde ondernemingen komen niet hoger dan 40 % van het totaal. Bij gereorganiseerde tot bijna 50 %.
3. Reserve-activa variëren bij niet-gereorganiseerde ondernemingen van 10 tot 20 %; bij gereorganiseerde aanvankelijk ong. 10 %; na 1939 bij beide sterke stijging.

### Vermogens-structuur.

1. Bij beide overwegend groote beteekenis van het eigen vermogen; bij gereorganiseerde ondernemingen sterke inversie ten opzichte van de bedrijfsbezetting. (Variaties bij niet-gereorganiseerde 50 tot 78 %, bij gereorganiseerde 60 tot 82 %).
2. Vreemd vermogen op korten termijn bij beide dezelfde beteekenis. Bij gereorganiseerde iets meer fluctuatie.
3. Vreemd vermogen op langen termijn. Bij beide van geringe beteekenis.
4. Reserves bij niet-gereorganiseerde ondernemingen belangrijk hoger met uitzondering van de laatste jaren, waarin ze nagenoeg gelijk zijn.



## METAAL- EN METAALWARENINDUSTRIE

*Kapitaals-structuur.*

1. Bij niet-gereorganiseerde ondernemingen vlottende activa veel belangrijker (40 tot 45 %; bij gereorganiseerde 20 tot 35 %).



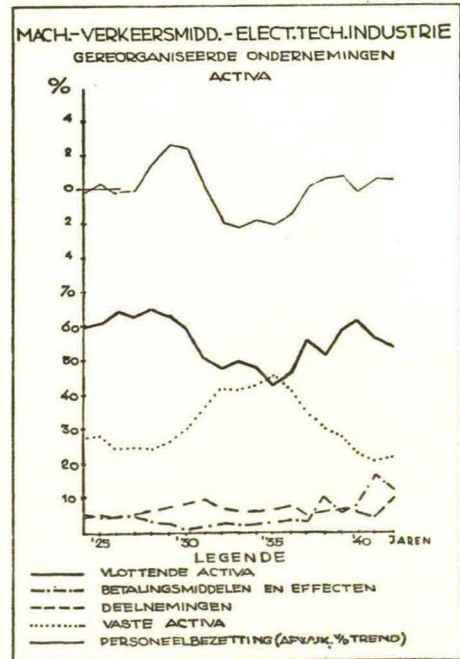
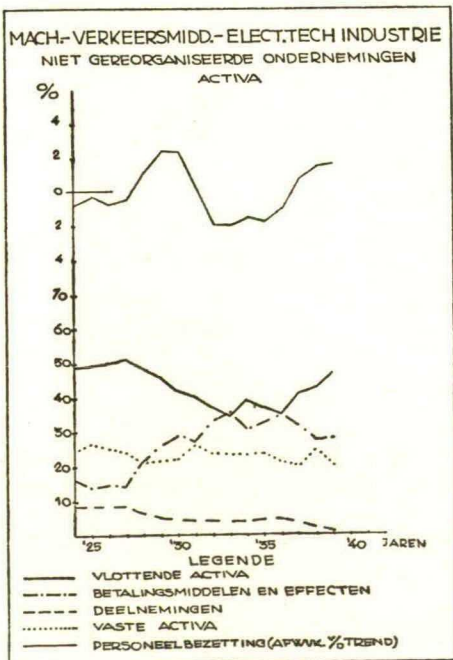
2. Bij niet-gereorganiseerde ondernemingen vaste activa minder belangrijk (variëties van 35 tot 25 %); bij gereorganiseerde vaste activa belangrijker dan vlottende, variëties van 50 tot 40 %, bovendien sterk geïnverteerd verloop.
3. Reserve-activa bij niet-gereorganiseerde ondernemingen weer aanzienlijk belangrijker.
4. Deelnemingen bij niet-gereorganiseerde ondernemingen veel minder belangrijk.

#### Vermogens-structuur.

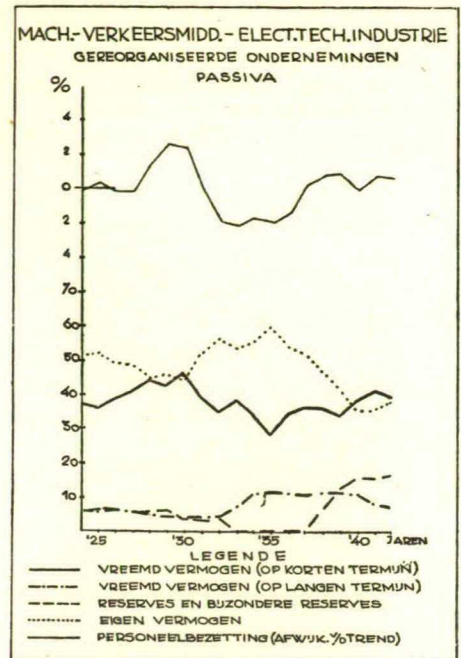
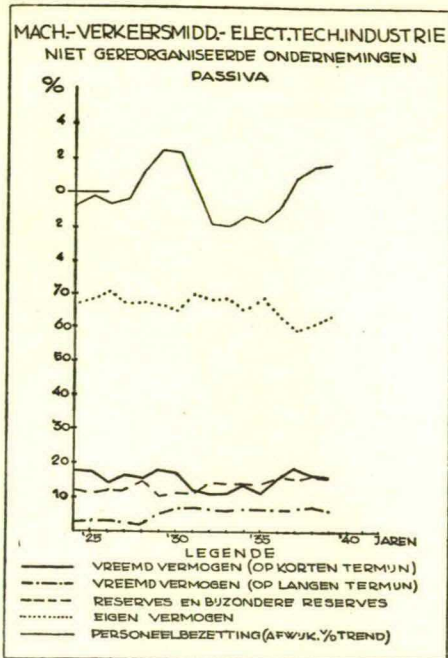
1. Bij niet-gereorganiseerde ondernemingen vreemd vermogen op korten termijn belangrijker — soms meer dan het dubbele — dan bij gereorganiseerde; vreemd vermogen op langen termijn bij niet-gereorganiseerde iets minder belangrijk.
2. Bij gereorganiseerde ondernemingen vertoont het eigen vermogen een sterk geïnverteerd verloop ten opzichte van de bedrijfsbezetting; bij niet-gereorganiseerde ondernemingen blijft het eigen vermogen stabiel.
3. Reserves bij niet-gereorganiseerde ondernemingen weer veel belangrijker dan bij gereorganiseerde.

#### MACHINE-FABRIEKEN, CONSTRUCTIE-WERKPLAATSEN ENZ.

Samenvoeging van deze bedrijven werd wegens het betrekkelijk kleine aantal gevallen per bedrijfstak wenschelijk. Bovendien vertoonen deze bedrijven een zekere overeenkomst in structuur en bedrijfsgevoeligheid.







### Kapitaals-structuur.

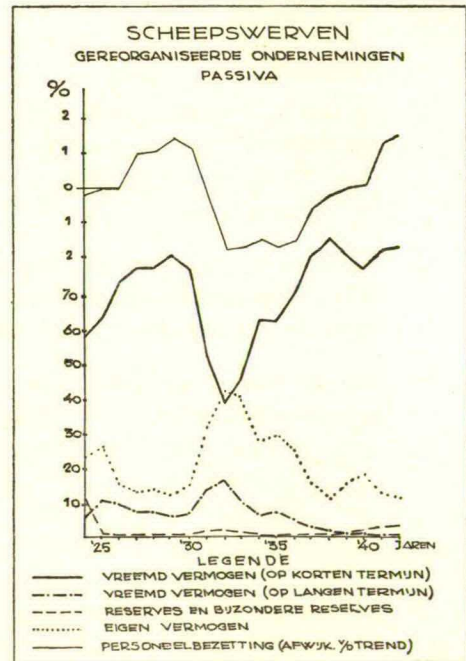
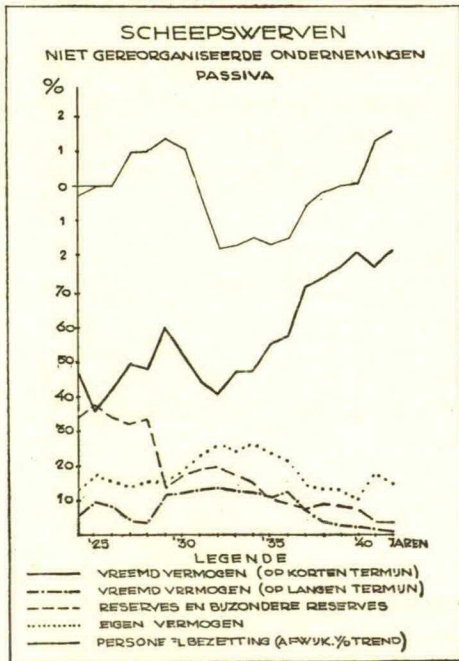
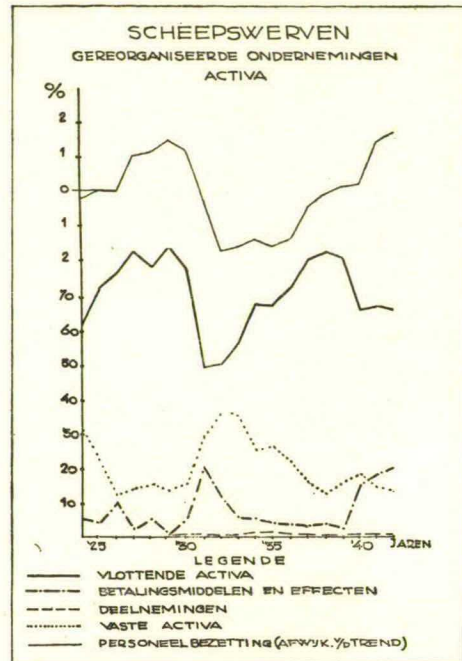
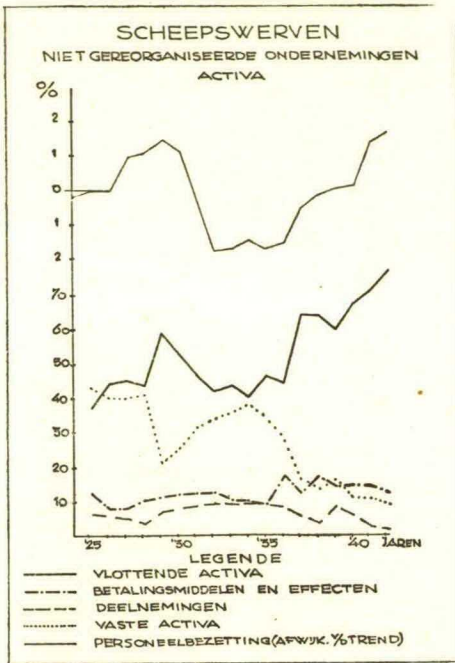
1. Vlottende activa variëren bij niet-gereorganiseerde bedrijven van 50 tot 35 %. Bij gereorganiseerde van 60 tot 45 %. We constateerden hier een van de weinige gevallen, dat vlottende activa bij de gereorganiseerde ondernemingen belangrijker zijn. Bij de gereorganiseerde bedrijven zien we een groter samenhang met de bedrijfsbezetting.
2. Bij niet-gereorganiseerde bedrijven vaste activa weinig varieerend (van 20 tot 30 %). Bij gereorganiseerde bedrijven sterke variaties (30 tot 50 %) en ook sterker inversie ten opzichte van de bedrijfsbezetting.
3. Bij de niet-gereorganiseerde bedrijven reserve-activa in depressie-jaren sterk oplopend (van 20 tot 35 %) daarna weer afnemend. Bij gereorganiseerde bedrijven tot 1937 praktisch geen reserve-activa.

### Vermogens-structuur.

1. Bij niet-gereorganiseerde veel groter eigen vermogen. Lichte inversie met bedrijfsbezetting (variaties van 60 tot 70 %). Bij gereorganiseerde bedrijven variaties van 40 tot 60 % en groter inversie dan de bedrijfsbezetting.
2. Vreemd vermogen op langen termijn bij beide ongeveer gelijk.
3. Bij niet-gereorganiseerde bedrijven vrij stabiele reserves. Bij gereorganiseerde tot 1937 praktisch geen reserves.



## SCHEEPSWERVEN.



## Kapitaals-structuur.

1. Vlottende activa bij beide groepen zeer hoog; het grootst bij de gereorganiseerde bedrijven. Variaties resp. van 80 tot 50 % en 60 tot 40 %. Later weer oplopend tot bijna 80 %.



2. Vaste activa bij gereorganiseerde bedrijven vertoonen sterker fluctuaties dan bij niet-gereorganiseerde, maar zijn overigens van dezelfde beteekenis.
3. Reserve-activa bij niet-gereorganiseerde stabiel, maar quantitatief minder hoog dan bij gereorganiseerde. Tot op zekere hoogte zien we hier dus een afwijking van de algemeene tendentie.

#### *Vermogens-structuur.*

1. Zoowel bij gereorganiseerde als niet-gereorganiseerde bedrijven heeft het vreemde vermogen op korten termijn groote beteekenis. Niettemin is de beteekenis daarvan bij de gereorganiseerde bedrijven aanvankelijk veel sterker. Variatie van 80 tot 40 % en daarna weer oplopend tot 85 %; bij niet-gereorganiseerde bedrijven variatie van 40 tot 60 % en daarna weer tot 80 %.
2. Bij gereorganiseerde ondernemingen vertoont in verband met het bovenstaande het eigen vermogen een sterk geïnverteerd verloop. Variaties van 15 tot 40 %; bij niet-gereorganiseerde van 15 tot 25 %.
3. Vreemd vermogen op langen termijn is bij beide groepen van geringe beteekenis.
4. Reserves zijn bij de gereorganiseerde ondernemingen van weinig beteekenis. Bij de niet-gereorganiseerde vrij hoog, hoewel in latere jaren afnemend.

Zoowel kapitaals- als vermogensstructuur ontwikkelen zich bij beide groepen in latere jaren op overeenkomstige wijze. Bedenklijk wordt o.i. bij beide de betrekkelijk geringe hoeveelheid reserve-activa tegenover de groote massa vermogen op korten termijn, hoewel deze wel grootendeels uit afnemerscrediet zal bestaan.

We laten nu hieronder een overzicht volgen van de trend in de ontwikkeling van enkele balansposten voor gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen, waaruit in het bijzonder ook de tendentie naar een overeenkomstige kapitaals- en vermogens-structuur in beide groepen blijkt.

#### *Trend van enkele balansposten (percentages)*

BEDRIJFSGROEP	V. K. (K.)		VI. A		B. + E.	
	Niet gereorg.	Gereorganiseerd	Niet gereorg.	Gereorganiseerd	Niet gereorg.	Gereorganiseerd
Scheepswerven	34.0+2.3 j.	61.2+0.9 j.	36.4+1.6 j.	71.9—0.1 j.	9.7+0.3 j.	3.9+0.4 j.
Textielindustrie	28.2—1.0	16.9+0.2	58.0—1.0	47.2—0.3	10.3+0.4	2.9+0.9
Chemische industrie	11.3+0.2	19.6+0.7	38.8—0.2	43.5+0.1	14.8+0.8	—1.8+1.0
Voedings- en Gen.m.	15.7+0.2	18.3+0.04	43.4—0.8	49.0—0.6	11.0+1.2	1.4+1.0
Metaal-(waren)fabr.	17.1—0.2	5.7+0.2	46.9—0.3	26.3+0.2	7.9+0.5	—2.6+1.1
Comb. { Machinefabriek Electro techn. ind. ov. Verkeersm. ind.	14.0+0.1 <sup>1)</sup>	39.8—0.2	39.8+0.2 <sup>1)</sup>	60.7—0.5	29.4+0.3 <sup>1)</sup>	1.7+0.4
Geheele industrie	19.3+0.8 j.	24.8+0.1 j.	42.6+0.1 j.	47.8—0.2 j.	13.9+0.6 j.	0.9+0.8 j.

<sup>1)</sup> 1929, 1939



§ 7. *De plaats van obligatie-leening en andere vaste-rentedragende schuld in de vermogens-structuur bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen.*

In de theoretische beschouwingen der voorafgaande hoofdstukken zijn we tot de conclusie gekomen, dat de financiële structuur van de onderneming een belangrijken factor vormt voor het weerstandsvermogen van de onderneming. De veel verbreide meening, dat in het bijzonder de toepassing van de obligatieleening tot in het algemeen vaste-rentedragende schulden zou leiden, konden wij echter niet deelen. Deze opvatting werd destijds naar voren gebracht door Dewing, die haar baseerde op zijn onderzoek naar den gang van zaken bij eenige in déconfiture geraakte industriele ondernemingen en een groot aantal spoorwegondernemingen <sup>1)</sup>. Voorzooover we konden nagaan, heeft deze opvatting in de bedrijfseconomische literatuur tot nog toe weinig tegenspraak ontmoet. Het is daarom van belang na te gaan in hoeverre de obligatie-leening als financierings-instrument bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen wordt aangetroffen.

We hebben daartoe allereerst voor de jaren, waarover ons onderzoek loopt, nagegaan hoe groot het in de onderzochte ondernemingen geïnvesteerde obligatie-vermogen is vergeleken met het totaal geïnvesteerde vermogen.

Uit deze vergelijking mogen we concluderen, dat in het algemeen de obligatieleening als financieringsmiddel in betekenis is afgenomen <sup>2)</sup>. Dit resultaat mag echter nog niet leiden tot de gevolgtrekking dat de obligatieleening als zoodanig onbruikbaar is gebleken en nog minder, dat deze financieringsfiguur in het bijzonder heeft geleid tot financiële moeilijkheden. We kunnen bovendien constateeren, dat de obligatie de laatste jaren, niet alleen in het buitenland, maar ook te onzent weer in belangrijkheid gaat toenemen.

Het aantal financiële déconfitures was in de periode, dat de obligatieleening als financieringsfiguur nog meer op den voorgrond trad, de periode nl. van 1922—1928, niet grooter dan in de periode van 1934/1938, waarin de toepassing van de obligatieleening sterk is verminderd. Wel zijn in de eerstgenoemde periode de liquidaties belangrijker. De conclusie zou dan voor de hand liggen, dat obligatie-financiering eerder aanleiding geeft tot liquidatie. Inderdaad zou hierin een element van waarheid kunnen schuilen. Immers, als een onderneming in belangrijke mate met obligatie-vermogen is gefinancierd, zal bij financiële reconstructie eerder een offer van de obligatiehouders moeten worden gevraagd. Uitgaande van het verschil in positie tusschen aandeelhouders en obligatiehouders zou men nu kunnen meenen, dat de laatsten tot die medewerking minder geneigd zullen zijn en de onderneming dus eerder tot liquidatie zou worden gedwongen. De praktijk bevestigt deze conclusie echter niet, althans niet voorzooover we dit bij ons onderzoek hebben kunnen nagaan. De meeste der in de periode 1922—1928 geliquideerde onder-

<sup>1)</sup> Vgl. Dewing. *Corporate promotions and reorganizations*, Cambridge (Mass.) 1914 en *Financial Policy of Corporations*. Vol. V. New York 1926.

<sup>2)</sup> Dit verschijnsel staat in ons land niet op zichzelf. Zoo werd in een beschouwing over winst-verdeeling en zelffinanciering bij Zweedsche ondernemingen medegedeeld: „On the credit market this selffinancing ability was reflected by a decline in the issue of new industrial bond loans and the demand for bankcredit. During the period 1932 and 1938 the amount of outstanding industrial bonds decreased on the average by 36.4 mill. Kr. per annum, compared with an average increase of 29.1 mill. Kr. during the period 1913 and 1931. In the year 1938 alone the decrease amounted to 127.2 mill. Kr.” Index 166 Svenska Handelsbanken. Stockholm. December 1945 blz. 20.



nemingen hadden zelfs geen obligatievermogen of ander vreemd vermogen op langen termijn aangewend. Deze ondernemingen werden, zooals elders in dit werk reeds werd opgemerkt, voor het meerendeel tijdens of na den vorigen wereldoorlog gesticht. Haar vestiging berustte voor een groot deel op overschatting van de mogelijkheden, die de economische ontwikkeling na den oorlog bood. Zij zouden ongeacht haar wijze van financiering voor het meerendeel toch te gronde zijn gegaan. Bovendien vertoonde het beheer van vele dier ondernemingen ernstige tekortkomingen. De veranderingen in de financieele structuur der ondernemingen na den wereldoorlog hebben, hoewel de figuur van de obligatie-leening daarin allengs minder beteekenis krijgt, niet geleid tot een belangrijke versterking van het weerstandsvermogen. In deze ontwikkeling ligt dus geen indicatie voor de stelling, dat het gebruik van obligatievermogen tot verzwakking van de financieele structuur der ondernemingen moet leiden.

Indien we nu verder een vergelijking maken tusschen gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen, zien we, dat in de meeste bedrijfstakken de obligatie-leening bij de gereorganiseerde bedrijven in het algemeen zeker niet in belangrijk grooter omvang voorkomt dan bij de niet-gereorganiseerde. We geven hiervan een overzicht in bijlage V.

We vinden hierin een bevestiging van onze stelling, dat het weerstandsvermogen van de onderneming meer door haar kapitaalsstructuur dan door haar vermogensstructuur wordt bepaald, anderzijds echter waarschijnlijk weer meer door de doelmatigheid van haar beheer dan door haar kapitaalsstructuur.

De invloed van de obligatie op de winst kan worden geconstateerd aan de hand van de hiernavolgende tabellen.

We kunnen daaruit zien, dat lang niet alle ondernemingen van de financiering d.m.v. obligaties voordeel hebben gehad. Bij verschillende ondernemingen bleek, dat zij een druk op het winstcijfer veroorzaakte. Uiteraard zal dit steeds het geval zijn, indien het rendement lager is dan de rente, die op de obligaties moet worden betaald.

Ook kunnen we constateeren, dat in sommige jaren de winst gedrukt wordt door de aanwezigheid van obligaties; in andere jaren daarentegen zal zij worden verhoogd.

Door samenvoeging van de cijfers voor georganiseerde en niet-georganiseerde ondernemingen zijn we ook weer in staat na te gaan, in hoeverre de invloed van de obligatie-leening op het winstcijfer bij beide groepen verschilt.

Het resultaat vindt men vermeld in nevenstaande tabel:



## AANTAL GEVALLEN

JAAR	WINSTCIJFER GEDRUKT			WINSTCIJFER VERHOOGD		
	Gereorg.	N. gereorg.	Totaal	Gereorg.	N. gereorg.	Totaal
1919	1	2	3	16	11	27
1920	2	3	5	18	11	29
1921	7	5	12	10	10	20
1922	9	7	16	10	11	21
1923	10	5	15	6	14	20
1924	7	8	15	11	13	24
1925	11	4	15	9	18	27
1926	6	4	10	13	16	29
1927	11	4	15	14	17	31
1928	9	5	14	14	14	28
1929	7	3	10	14	16	30
1930	8	8	16	9	11	20
1931	11	6	17	4	10	14
1932	9	12	21	—	3	3
1933	10	10	20	—	7	7
1934	8	7	15	1	7	8
1935	9	9	18	7	4	11
1936	9	9	18	6	5	11
1937	8	5	13	10	8	18
1938	5	2	7	10	11	21
1939	2	2	4	13	11	24
1940	—	2	2	15	11	26
1941	1	3	4	14	6	20
1942	5	4	9	5	3	8

In de meeste gevallen zal men kunnen constateeren, dat in opgaande conjunctuur de obligatieleening — en dat geldt uiteraard ook voor het preferente aandeel — een gunstigen invloed op het winstcijfer zal hebben; in ongunstige jaren daarentegen een na-deeligen <sup>1)</sup>.

Indien we de cijfers in beide kolommen vergelijken, dan blijkt een merkwaardig verschil. In het aantal gevallen, dat het winstcijfer gedrukt werd, blijken de gereorgani-seerde ondernemingen in de meerderheid te zijn. Daarentegen zijn de niet-gereorgani-seerde ondernemingen in de meerderheid in die gevallen, dat het winstcijfer werd ver-hoogd. Hieruit kan de conclusie getrokken worden dat bij de niet-gereorganiseerde

<sup>1)</sup> Een vermogensstructuur, waarbij obligatieleeningen en preferente aandelen in belangrijke mate toepassing hebben gevonden, duidt men wel aan als „high geared”, een waarbij in hoofdzaak gewone aandelen zijn gebezigd is dan „low geared”. De winst zal bij „high gearing” in het algemeen veel minder stabiel zijn dan bij „low gearing”. Daarmee correspondeert dan een minder stabiel dividend, tenzij men een politiek van dividend-stabilisatie volgt. De tendentie naar stabiliseering van dividend maakt dus het onderscheid tusschen „high” en „low gearing” minder belangrijk.



ondernemingen de rentabiliteit in het algemeen gunstiger was. Het waren in het algemeen ondernemingen waarbij de rentabiliteit blijkbaar boven het niveau van den algemeenen rentestand lag.

§ 8. *De afschrijvingen bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen.*

Het is in het algemeen zeer moeilijk, uit de door de ondernemingen gepubliceerde jaarcijfers zich meer dan een zeer globalen indruk te vormen omtrent het beheer. De vorm dezer publicaties is veelal weinig overzichtelijk en leent zich niet voor vergelijking. Niettemin zullen we trachten uit het beschikbare materiaal eenige tendenties af te leiden. Allereerst m.b.t. de afschrijvings- en dividendpolitiek.

Een belangrijke vraag is hier, zooals we in onze voorgaande beschouwingen lieten uitkomen, in hoeverre afschrijvingen en dividenden verband houden met de gemaakte winsten. Hebben de gereorganiseerde ondernemingen in het bijzonder haar weerstandsvermogen verzwakt door het achterwege laten van noodzakelijke afschrijvingen en het uitkeeren van dividend in jaren, dat de winsten daartoe onvoldoende waren?

We hebben voor de beantwoording van deze vragen overzichten samengesteld van het verloop van brutowinsten, afschrijvingen, netto-winsten en dividenduitkeeringen zoowel bij gereorganiseerde als bij niet-gereorganiseerde ondernemingen. Uiteraard leenen deze cijfers zich evenmin als de vooraangaande voor bedrijfsgewijze combinatie. Wanneer we de cijfers van de verschillende ondernemingen bezien, treft ons bij nagenoeg alle een zeer grillig en willekeurig verloop. Niettemin kan toch wel worden geconstateerd, dat er eenig verband is tusschen het bedrag der afschrijvingen en de grootte der gemaakte winsten. Immers bij vele ondernemingen zien we, dat de afschrijvingsbedragen hooger worden als de bruto-winsten toenemen. Dit verschijnsel doet zich zoowel bij de gereorganiseerde als bij de niet-gereorganiseerde ondernemingen voor. Bij het optreden van verliezen laat men echter gewoonlijk de afschrijvingen niet achterwege. Enkele malen kunnen we zelfs constateeren, dat in verliesjaren meer afgeschreven wordt dan in de vooraangaande jaren met positieve bedrijfsresultaten, of ook, dat men door de afschrijvingen in eenig jaar zeer hoog te stellen op een nettoverlies uitkomt, terwijl in voorgaande of volgende jaren bij ongeveer gelijke bruto-winsten de afschrijvingen lager zijn gesteld, waardoor een netto-winst overblijft.

Uit het ons ter beschikking staande materiaal geven we in bijlage VI de betreffende cijfers van enkele ondernemingen en wel van dezelfde, waarvan we ook de in de vooraangaande hoofdstukken besproken gegevens hebben vermeld.

Hoewel dus het achterwege blijven van afschrijvingen, om daardoor te komen tot een hooger winstcijfer, betrekkelijk weinig voorkomt, kan toch niet worden ontkend, dat de grootte der afschrijvingen in hooge mate verband houdt met de grootte van het bedrag, dat men als winst en eventueel als verlies wenscht beschouwd te zien.

Verder blijkt, dat de gereorganiseerde ondernemingen tengevolge van haar in het algemeen lagere bruto-winstcijfers veelal op den duur ook te weinig afgeschreven hebben. Een omstandigheid, die bij de reorganisatie aanleiding geeft tot het optreden van hooge taxatieverliezen op vaste activa.

Het manipuleeren met de afschrijvingen, om daardoor te komen tot van te voren bepaalde winst- en verliescijfers, houdt in het algemeen verband met het streven van de leiding tot bepaalde dividenduitkeeringen te geraken, of eventueel het dividend te kunnen passeeren. Zoo is er dus van objectiviteit bij de winstbepaling weinig sprake en wordt



het probleem van de winst-vaststelling — alle theoretische beschouwingen ten spijt — in de practijk in vele gevallen een vraagstuk van dividendpolitiek <sup>1)</sup>).

Aan het effect van een bepaalde dividendpolitiek hecht men grooter waarde dan aan een — toch niet volledig bereikbare — juiste bepaling van de jaarlijksche winst.

<sup>1)</sup> Vermeldenswaard is hetgeen hier door Rieger: Privatwirtschaftslehre Nürnberg 1928 over dit vraagstuk wordt opgemerkt:

„Aber dabei (d.i. bij het z.g. Niederstwertprinzip J. L. M.) hat man in der Praxis nicht einmal halt gemacht; vielmehr ist man dazu übergegangen, die Ansätze in der Bilanz in weitgehendem Masse abhängig zu machen von dem Erfolge des betreffenden Unternehmungsjahres, selbstverständlich nur in dem Sinne, dass man unter dem gesetzlich vorgeschriebenen oder erlaubten Wert blieb. Über die Wirkung eines derartigen Verfahrens können wir uns kurz fassen: Wenn in guten Jahren viel, in schlechten aber wenig abgeschrieben wird, so ist die Folge eine Ausgleichung oder mindestens Angleichung der einzelnen Jahresgewinne. Diese Tendenz kann sich so weit verstärken, dass nicht der Gewinn von der Bewertung, sondern umgekehrt die Bewertung von der Höhe des erwünschten Gewinnes abhängig gemacht wird“, blz. 230 (cursiveering van ons).

Rieger verdedigt deze wijze van doen voornamelijk door er op te wijzen, dat in de onderneming de achtereenvolgende boekjaren zoo nauw met elkaar verbonden zijn, dat een juiste winstbepaling over eenig boekjaar een onmogelijkheid is. Slechts de totaalwinst, de winst over de geheele levensperiode van de onderneming, zou op juiste wijze te berekenen zijn. De jaarlijksche winsten zijn slechts afbetalingen op die totaalwinst. „Die Praxis weiss auch sehr wohl, dass der Jahresgewinn nur als *Abschlagzahlung auf dem Totalgewinn* zu betrachten ist und misst daher seiner genauen Ermittlung keinen allzu grossen Wert bei“, blz. 231 (cursiveering van ons).



## HOOFDSTUK VI

### ONTSTAAN EN BETEKENIS VAN HET VRAAGSTUK DER FINANCIEELE REORGANISATIE.

#### § 1. *Financieele reorganisatie en ontwikkeling van de onpersoonlijke onderneming.*

Het verschijnsel van de financieele reorganisatie is nauw verbonden met de ontwikkeling van de ondernemingsgewijze organisatie van de productie.

Zooals bekend, kan men in die ontwikkeling twee fasen min of meer onderscheiden, nl. de fase van de persoonlijke onderneming en de fase van de kapitaal-vennootschap.

Het reorganisatie-verschijnsel is meer in het bijzonder verbonden met die tweede ontwikkelingsfase der ondernemingsgewijze productie.

De tweede fase kenmerkt zich door een grootere zelfstandigheid van de onderneming. De kapitaalvennootschap maakt de scheiding mogelijk tusschen de verschaffing van het vermogen aan de onderneming eenerzijds en haar leiding anderzijds, de bestuurders zijn niet meer tegelijkertijd de eigenaren van de onderneming. Het is hier niet de plaats om op de beteekenis van die scheiding tusschen bezit en leiding in de onderneming uitvoerig in te gaan. Genoeg zij vast te stellen, dat de ontwikkeling der voortbrenging deze scheiding noodzakelijkerwijs deed ontstaan. De behoeften aan vermogen voor de onderneming steeg, door de eischen, die de moderne ontwikkeling van techniek en wereld-verkeer ging stellen, ver uit boven de middelen, die door den individueelen ondernemer konden worden gefourneerd.

De noodzakelijkheid ontstond hierdoor, op een meer of minder groot aantal vermogensbezitters, spaarders, een beroep te doen. Zoodra hun aantal aanzienlijk werd — en dit geschiedde, zoodra de vermogensbehoefte in belangrijke mate steeg — werd de scheiding tusschen bezit en leiding een feit. Immers de leiding kan niet berusten bij een veelheid van personen.

Hoewel deze scheiding tusschen bezit en leiding reeds in de zeventiende-eeuwsche handelscompagnieën noodzakelijk werd en daar ook het eerst voorkwam, is het toch wel de industriele ontwikkeling der negentiende eeuw, die een zoodanige concentratie van vermogens eischt, dat de industriele ondernemer niet meer in staat is zijn bedrijf met eigen middelen te financieren. In den loop der 19e eeuw wordt dan ook de kapitaal-vennootschap hoe langer hoe belangrijker en drukken de consequenties van de scheiding tusschen bezit en leiding op de ondernemingsgewijze productie haar stempel. Welke waren die consequenties?

Door deze scheiding krijgt de onderneming vooreerst een meer zelfstandig karakter. Zij is niet meer verbonden met en zij bestaat niet meer dank zij het leven en streven van een bepaalden ondernemer. Zij verkrijgt een zelfstandig bestaan, gegrondvest op de rationaliteit van haar bedrijf. Naarmate het bezit meer wordt verspreid over een groot aantal vermogensverschaffers, wordt hun invloed geringer en neemt de zelfstandigheid van de onderneming toe. Met het ontstaan en de verbreiding van verhandelbare aan-



deelen aan toonder wordt die zelfstandigheid nagenoeg volkomen. De aandeelhouders, in het bijzonder van de z.g. publieke ondernemingen vormen een anonieme groep, die in het beheer van de onderneming practisch geen zeggenschap heeft, maar zich ook daarvoor niet interesseert. <sup>1)</sup> Zij laat het beheer gaarne aan het bestuur over; niet om een bedrijf te beheeren worden aandelen gekocht, slechts om geld te beleggen of koerswinst te maken. De effectenspeculatie is oorzaak van een vrij groote mobiliteit van het in effecten belegde vermogen. De realiseerbaarheid van het vermogen is eenerzijds oorzaak van een belangrijke verruiming van de mogelijkheid, vermogen ten behoeve van de financiering der maatschappelijke voortbrenging aan te trekken, anderzijds maakt zij den band met de onderneming hoe langer hoe lossen.

Het uitgeven van aandelen in kleine coupures verdeelt het vermogensbezit hoe langer hoe meer over een steeds grootere groep van aandeelhouders; het streven naar risico-beperking leidt er toe, dat de vermogensbezitters er meer en meer naar zullen streven hun interesse bij een enkele onderneming te beperken, om zodoende een zeker „evenwicht” in hun aandelenportefeuille te bewaren. Hierdoor krijgt ook het inkomen uit het vermogensbezit, dat in ondernemingen werd geïnvesteerd, een zeer stabiel karakter. Het principieele verschil tusschen aandeelhouder en obligatiehouder komt te vervallen, vooral als de leiding van de onderneming bovendien nog streeft naar een politiek van dividendbeperking en -nivelleering. De onderneming, die aldus een zelfstandig bestaan onafhankelijk van dat harer geldgevers verkrijgt, zal in het algemeen ook streven naar handhaving daarvan. Het zullen de bestuurders en soms ook enkele groot-aandeelhouders zijn, die dit streven practisch te verwezenlijken pogen. De maatregelen, die in dit verband worden genomen, zijn wel bekend. Het dividend wordt beperkt tot een bedrag, dat noodig is om den koers van de aandelen op peil te houden; verder heeft geheime reserveering plaats. Het bestuur krijgt de middelen om de financiële positie van de onderneming te versterken en haar bedrijf uit te breiden op de wijze, die in verband met het voortbestaan en de ontwikkeling van het bedrijf het meest gewenscht wordt geacht.

In het kader nu van deze ontwikkeling van persoonlijke onderneming tot onpersoonlijke kapitaalvennootschap moet men ook het verschijnsel van de financiële reorganisatie bezien. Voor de persoonlijke onderneming is er practisch nooit aanleiding tot financiële reorganisatie. De financiële verhouding van den eigenaar tot zijn onderneming wordt aangegeven door de kapitaalrekening. Dit is echter een verhouding, die de eigenaar naar eigen inzicht kan wijzigen. Wordt door geleden verliezen die verhouding gewijzigd, dan kan de eigenaar zelf beslissen, of hij door bijstorting de oude verhouding zal herstellen, dan wel de nieuwe bestendigen.

Bij de kapitaalvennootschappen liggen de verhoudingen anders. Hier is de verandering van de kapitaalrekening, van de kapitalisatie zooals men veelal zegt, een zaak, die de belangen van vele geldgevers raakt.

## § 2. *Financiële reorganisatie als bijzonder financieringsprobleem. Reorganisatie en herkapitalisatie.*

We kunnen de financiële reorganisatie zien als een bijzonder financieringsprobleem. Door de verbreiding van de onpersoonlijke kapitaalvennootschap werd de financiering

<sup>1)</sup> Vgl. M. J. H. Cobbenhagen: De verantwoordelijkheid in de onderneming. Roermond 1927, die eveneens op het zelfstandig worden van de onderneming de aandacht vestigt, blz. 38 e.v.



van de onderneming tot een openbare aangelegenheid. Van de financiering van de persoonlijke onderneming blijkt naar buiten weinig, hierbij zijn slechts enkelen betrokken. In de eerste plaats de ondernemer zelf en verder in sommige gevallen enkele persoonlijke relaties. De financiering geschiedt ondershands, een enkele maal moet gebruik gemaakt worden van de tusschenkomst van een bank, die gewoonlijk zakelijk onderpand eischt. Bij de financiering van de persoonlijke onderneming zal behalve in het laatste geval het persoonlijk moment op den voorgrond treden. De financiering van de kapitaalvennootschap wordt nagenoeg uitsluitend door economische factoren beheerscht.<sup>1)</sup> Het is dan ook eerst sedert het optreden van de kapitaalvennootschap mogelijk geworden het financieringsprobleem vanuit de theoretische bedrijfseconomie te behandelen. Zoo is het ook met het probleem van de financieele reorganisatie, dat als een bijzonder financieringsprobleem is te beschouwen.

We verstaan onder financieele reorganisatie het geheel van maatregelen, welke een zoodanige wijziging der vermogensstructuur beoogen, dat de onderneming haar bedrijf kan voortzetten en een normaal rendement over het aanwezige vermogen kan afwerpen.<sup>2)</sup>

De financieele reorganisatie treedt dus op in die gevallen, dat de bestaande structuur van het vermogen een belemmering vormt voor de continueering van het bedrijf, of van zijn voortzetting op rendabele basis, hoewel die voortzetting op zichzelf wenschelijk of noodzakelijk, althans economisch rationeel is. Een procedure dus, die ten doel heeft de vermogensstructuur aan de bestaande behoefte van de bedrijfshuishouding aan te passen. Reorganisatie moet worden onderscheiden van herkapitalisatie. Onder herkapitalisatie verstaat men een wijziging van het eigen vermogen, niet in grootte doch in vorm. Men spreekt aldus van herkapitalisatie indien bijv. de in de onderneming aanwezige open of geheime reserves bij het aandeelenvermogen worden gevoegd.

De meeste auteurs denken bij het begrip kapitalisatie aan de bepaling van de nominale grootte van het aandeelenvermogen<sup>3)</sup>. Niet de grootte van het vermogen wordt bij herkapitalisatie veranderd, alleen de nominale grootte van het aandeelenvermogen ondergaat een verandering. Bij reorganisatie hebben we te doen niet alleen met een vormverandering maar ook met een verandering in de grootte van het vermogen, en wel een verkleining, die geen betrekking behoeft te hebben op het aandeelenvermogen maar die ook

<sup>1)</sup> Een uitzondering zou hier wellicht dienen te worden gemaakt door de in den tegenwoordigen tijd meer en meer toenemende practijk der zelffinanciering. Veelal krijgt men den indruk, dat economisch rationeele overwegingen bij de inhouding van winsten vrijwel ontbreken. Men gaat eenvoudig na, in hoeverre men de winsten moet uitkeeren om den geldgevers een behoorlijk rendement van hun vermogen te verschaffen. De rest wordt ingehouden. Daarna wordt gezocht naar rendabele investeringsmogelijkheid hetzij in eigen bedrijf, hetzij elders voor de verkregen middelen.

Op dit met de zelffinanciering verbonden verschijnsel wijst Norman S. Buchanan in een vrij recent artikel in *Quarterly Journal of Economics*. Cambridge (Mass.) 1939, blz. 28.

<sup>2)</sup> Kramer t.a.p. blz. 6 definieert de reorganisatie als een herziening van de verhouding tusschen de onderneming en de verschillende categorieën van kapitaalverschaffers, zoodat die in overeenstemming gebracht wordt met ieders gewijzigde economische positie.

Deze omschrijving kan ons niet geheel bevredigen omdat hier teveel het juridische moment op den voorgrond gesteld wordt.

<sup>3)</sup> Vgl. J. Moser: kapitalisatie van Holding Companies blz. 25 en de daar vermelde Amerikaansche schrijvers Meade en Cooper, diss. R'dam 1921. Moser acht de volgende definitie aanbevelingswaardig: de kapitalisatie van een Naamlooze Vennootschap is de nominale waarde der uitgegeven aandelen. In tegenstelling tot Cooper, die hij overigens in deze definitie volgt, wil hij de onuitgegeven aandelen niet tot de kapitalisatie rekenen.



andere deelen van het vermogen kan treffen. Reorganisatie is een herkapitalisatie van bijzonderen aard.

De herkapitalisatie onderstelt dus niet een zoodanige structuur van het vermogen, dat de voortzetting van het bedrijf daardoor zou worden belemmerd.

Herkapitalisatie geschiedt gewoonlijk om tot een voor de geldgevers meer doelmatige structuur van het vermogen te komen.

De herkapitalisatie staat los van de vraag, of voortzetting van het bedrijf noodzakelijk is. Ook zonder herkapitalisatie zou het kapitaalgoederencomplex der onderneming intact blijven.

### § 3. *Economische beteekenis van reorganisatie; reorganisatie en liquidatie.*

De economische beteekenis van de reorganisatie ligt nu in het algemeen hierin, dat de liquidatie van de rationeel werkende onderneming, of althans van de onderneming in wier bedrijf een mogelijkheid gelegen is, rationeel in het maatschappelijk productieproces ingeschakeld te blijven, wordt voorkomen.

De liquidatie beteekent een herverdeeling en hergroepeering der productiemiddelen. De band, die arbeidskrachten en kapitaalgoederen samenhoudt in een bepaald productieproces, wordt verbroken. De mogelijkheid, deze productiemiddelen na liquidatie opnieuw in het productieproces in te schakelen, is niet uitgesloten, maar dit kan eerst na verloop van tijd geschieden en brengt dus verlies van productieve capaciteit met zich. Naarmate arbeidskrachten en kapitaalgoederen meer op de bijzondere eischen van een bepaald productieproces zijn afgestemd, zal het opnieuw inschakelen in de productie moeilijker worden. Zoo zullen machines voor krachtopwekking gemakkelijker elders een plaats vinden dan werktuigmachines, die voor een bepaald productieproces zijn geconstrueerd. Iets dergelijks valt ook met betrekking tot de arbeidskracht te constataren. De bijzonder geschoolde arbeider vindt minder gemakkelijk opnieuw een plaats dan de algemeen geschoolde of niet-geschoolde werkkrachten.

De ontwikkeling der voortbrengingstechniek nu heeft niet alleen geleid tot een toenemende behoefte aan vermogen, die zooals we gezien hebben een der belangrijkste oorzaken van de ontwikkeling van de kapitaalvennootschap was, maar die technische ontwikkeling eischte ook en in toenemende mate een steeds verder gaande verbijzondering van werktuigen en arbeidskrachten.

Hierin ligt naar onze meening de oorzaak, die reorganisatie als het alternatief van liquidatie meer op den voorgrond doet treden.<sup>1)</sup>

De geringe verplaatsbaarheid, zoowel van de zakelijke productiemiddelen, als van de arbeidskracht heeft nog een ander aspect dat voor het vraagstuk, dat ons in deze publicatie bezig houdt, niet zonder beteekenis is. Men wijst er in de economische literatuur veelvuldig op, dat de technische ontwikkeling er toe geleid heeft, dat de kosten meer en

<sup>1)</sup> Uit ons onderzoek bleek, dat in de Nederlandsche industrie het aantal reorganisaties vooral in de periode na den vorigen wereldoorlog belangrijk toenam.

Van industriële ondernemingen, die ter beurse zijn genoteerd, werden in de eerste 20 jaar, waarop ons onderzoek betrekking had (nl. van 1920—1921) 12 gevallen van reorganisatie geconstateerd, in de daarop volgende 20-jarige periode (1922—1941) traden 107 gevallen op. Daartegenover hadden in de eerste periode 14 liquidaties plaats, in de tweede periode was dit aantal 47. De reorganisaties stegen dus in veel belangrijker mate dan de liquidaties, waarbij nog in aanmerking genomen moet worden, dat de



meer een constant karakter gekregen hebben. De invloed van dit constante karakter van de kosten is echter verschillend, al naar gelang we te maken hebben met uitbreiding of met inkrimping van de productie. Bij uitbreiding zullen we zien, dat de kosten sprongsgewijze, in het algemeen met vergrooting van de bedrijfs capaciteit, toenemen. In het geval van inkrimping der producten zien we iets anders. De kosten zullen bij inkrimping der productie niet afnemen, zelfs niet sprongsgewijze, tenzij overtollige capaciteit kan worden afgestooten. Dit laatste is gewoonlijk niet zonder groote verliezen mogelijk en zal dus ook zoolang mogelijk worden uitgesteld totdat men zekerheid heeft, dat de afgestooten capaciteit binnen afzienbaren tijd niet weer opnieuw zal moeten worden aangetrokken. Dat beteekent dus, dat conjuncturele afzetfluctuaties gewoonlijk geen aanleiding zullen geven, de capaciteit van het bedrijf te verminderen en overtollig geworden productiemiddelen te verwijderen. Men kan de overtollige capaciteit beter aanhouden, tot toename van den afzet weer de mogelijkheid opent deze capaciteit weer in de schakelen, dan dat men later weer nieuwe productiemiddelen zal moeten aantrekken. Hierbij mag natuurlijk niet uit het oog worden verloren, dat hier onderscheid te maken valt tusschen de algemeene conjunctuurbeweging en de conjunctuur van een bepaalden bedrijfstak. Is de vermindering van den afzet een gevolg van een algemeenen teruggang in de conjunctuur, dan zal natuurlijk overheveling van productiemiddelen naar andere bedrijfstakken in het algemeen niet mogelijk zijn; een teruggang van den afzet in een bepaalden bedrijfstak zou daartoe wel aanleiding kunnen geven als de productiemiddelen gemakkelijk verplaatsbaar zouden zijn.

Het ontbreken van de gelegenheid, overtollige capaciteit af te stooten, beteekent dus een geringe mogelijkheid van aanpassing van het bedrijf aan verminderde vraag.

Of men hier nu op reageert met inkrimping van het aanbod of met verlaging van den aanbiedingsprijs is voor ons probleem onverschillig. In beide gevallen zal de verkleinde afzetmogelijkheid de onderneming belangrijke verliezen berokkenen, die eerlang tot financieele reorganisatie zullen nopen.

De ontwikkeling van de productietechniek is aldus niet alleen oorzaak van het meer op den voorgrond treden van de kapitaalvennootschap, maar ook van de toenemende economische beteekenis der financieele reorganisatie.

De reorganisatie vernieuwt den financieelen band, die de kapitaalgoederen der bedrijfs-huishouding bijeen moet houden. Zoo die band wordt geslaakt, worden de kapitaalgoederen naar verschillende richtingen verspreid. In zooverre het dus rationeel is, die kapitaalgoederen in een bepaald bedrijf te blijven aanwenden, is ook de financieele reorganisatie economisch verantwoord.

Liquidatie van een onderneming beteekent intusschen niet steeds een verspreiding van de kapitaalgoederen naar verschillende richtingen. We spreken nl. in het algemeen van liquidatie, als de activa worden te gelde gemaakt. De mogelijkheid bestaat, dat het geheele complex kapitaalgoederen wordt verkocht aan een combinatie, soms uit crediteuren of aandeelhouders van de oude vennootschap bestaande, die het bedrijf dan voort-

periode na den wereldoorlog aanleiding gegeven heeft tot de vestiging van een groot aantal bedrijven, waarvoor op den duur in het economisch leven geen plaats bleek te zijn. Ruim 30 van de hierboven bedoelde liquidaties voltrokken zich in de jaren van 1922—1928 en hadden betrekking op ondernemingen die in of kort na den wereldoorlog waren opgericht.

Men vergelijke de tabel, die aan hoofdstuk III werd toegevoegd.



zetten. Ook komt het voor, dat de overname van het bedrijf door een andere maatschappij de eenige oorzaak is van de liquidatie.

De Nederlandsche industrie, die wij in het bijzonder in de periode na 1918 hebben bestudeerd, levert verschillende voorbeelden op van dergelijke „liquidaties”, waarvan de eerstgenoemde categorie feitelijk met reorganisatie valt gelijk te stellen. Zoo werd in 1926 het geheele actief der Industriele Maatschappij Hera te IJmuiden voor f 900.000.— verkocht aan de inmiddels opgerichte N.V. Hera Machinefabr. en Techn. Handelsmij. Bij het faillissement van de N.V. Constructiewerkplaatsen v.h. du Croo en Brauns ging de machinefabriek te Weesp over in handen van de nieuw opgerichte N.V. Machinefabriek du Croo en Brauns, een bedrijf dat sedert vrij behoorlijke resultaten heeft afgeworpen.<sup>1)</sup>

Daartegenover staat dan, dat reorganisatie niet altijd als een alternatief van feitelijke liquidatie voorkomt. Er zijn gevallen bekend, waarin de onderneming, was de reorganisatie niet tot stand gekomen, nog wel over voldoende liquide middelen zou hebben beschikt om haar bedrijf voorloopig te continueeren. Hoewel dit uitzonderingen zijn, moet wel worden geconstateerd, dat het niet altijd acuut geworden financieele moeilijkheden zijn, die tot reorganisatie aanleiding geven. Als voorbeeld willen we hier wijzen op de reorganisatie van de Centrale Suiker Maatschappij in 1935. Hier was de liquiditeitspositie van de maatschappij zoo gunstig, dat op de met 60 % afgestempelde aandelen nog f 100,— per aandeel werd terugbetaald. Bovendien kon het achterstallige dividend op de cumulatief preferente aandelen worden aangezuiverd.<sup>1)</sup> Ook bij enkele cultuurondernemingen troffen wij de figuur aan, waarbij afstempeling op de aandelen gepaard ging met gedeeltelijke terugbetaling aan aandeelhouders. Wanneer we het geval van de Ned. Ind. Suiker Unie buiten beschouwing laten, omdat het hier een gedeeltelijke liquidatie betrof, werden tergbetalingen na afstempeling verricht door de Vereenigde Lawoe Ondernemingen in 1937 (2½ %), de Pandjie en Tandjoongsarie eveneens in 1937 (10 %) en de Wonolangan in 1938 (4 %).

De financieele reorganisatie is intusschen niet steeds onvermijdelijk. Het is denkbaar, dat dank zij de gevolgde financieele politiek in de gunstige jaren, de onderneming over zoodanige reserves beschikt, dat zij zonder buitengewone maatregelen in staat is, de periode van verminderden afzet door te komen. We zullen gelegenheid hebben in een der volgende hoofdstukken ook deze zijde der winstreserveeringspolitiek, winstreserveering als alternatief van reorganisatie dus, nader te belichten.

Na aldus zin en economische beteekenis van de financieele reorganisatie te hebben aangewezen, zullen we in een volgend hoofdstuk ons bezig houden met de oorzaken en omstandigheden, welke de noodzaak van reorganisatie doen ontstaan.

<sup>1)</sup> In de Ver. Staten is het vrijwel regel, dat de onderneming die tot financieele reorganisatie overgaat zich onder een „receiver” stelt, die feitelijk tot taak heeft de activa van de onderneming te verkoopen. Die verkoop geschiedt dan practisch aan het reorganisatie-comité, dat dan het reorganisatieschema ten uitvoer legt. Op deze figuur komen wij aan het slot van ons laatste hoofdstuk nader terug.

Vgl. Dewing, Financial Policy of Corporations Bk. V. Ch. III, blz. 40.



## HOOFDSTUK VII

### ALGEMEEN-ECONOMISCHE ASPECTEN VAN FINANCIEELE REORGANISATIE. FINANCIEELE REORGANISATIE EN CONTINUÏTEIT

#### § 1. *Financieele reorganisatie en de z.g. wet der continuïteit.*

In de bedrijfseconomische literatuur wordt vooral in het kader van de bekende vervangingswaardetheorie uitgegaan van het bestaan van een wet van de continuïteit, waaraan de bedrijfshuishoudingen onderworpen zouden zijn. De afleiding van die wet van de continuïteit, die velen o.i. ten onrechte als den hoeksteen van de vervangingswaardetheorie beschouwen, wordt door Limperg op de volgende wijze gegeven.

De huidige productie is gebaseerd op arbeidsverdeeling. De arbeidsverdeeling eischt continuïteit. Zonder continuïteit ware arbeidsverdeeling zinloos. Immers de arbeidsverdeeling leidt alleen bij voortgezette herhaling tot grootere bekwaamheid en vaardigheid. Als de eenmaal gekozen arbeidsverdeeling niet wordt gecontinueerd, leidt zij tot chaos. De arbeidsverdeeling moet om mogelijk te zijn, kunnen leiden tot ruilen. Dit kan alleen als alle op bepaalde productieprocessen verbijzonderde huishoudingen ook die verbijzondering handhaven. Geven verscheidene haar verbijzondering prijs, dan wordt voor de overige de ruil zoodanig bemoeilijkt, dat zij evenmin haar verbijzondering kunnen handhaven. De productie langs omwegen houdt een versterking in van de wet van de continuïteit. De kapitaalgoederen met hun duurzaam karakter zijn oorzaak, dat het eenmaal gekozen productie-proces niet zonder belangrijke schade kan worden afgebroken.

<sup>1)</sup> Wij zijn het ten deze dan ook eens met Kramer die stelling IV van zijn proefschrift aldus formuleert: De meening van Fischer (Das Sanierungsproblem Leipzig 1911 blz. 58), dat een reorganiseerende onderneming zich steeds in een toestand van volledige of bijna volledige illiquiditeit zal bevinden, kan niet worden gedeeld.

We moeten hierbij natuurlijk niet uit het oog verliezen, dat onze Nederlandsche wetgeving door de bepaling, dat geen winsten mogen worden uitgekeerd zoolang nog verliezen van vorige boekjaren aanwezig zijn, een reden tot reorganisatie kan vormen ook al is de liquiditeitspositie vrij gunstig. In landen waar dergelijke voorschriften ontbreken, zal men echter gewoonlijk met het reorganiseeren wel wachten tot zich acute liquiditeitsmoeilijkheden hebben voorgedaan, of althans bij voortzetting of hervatting van het bedrijf te verwachten zijn. De noodzakelijkheid van reorganisatie zal inderdaad veelal juist dan worden gevoeld, indien zich de mogelijkheid voordoet, het bedrijf weer in het maatschappelijk productieproces in te schakelen, dus in het aanvangsstadium van een nieuwe hausse. De door onbevredigenden gang van zaken in voorafgaande jaren aangetaste vermogensstructuur zal dan eerst moeten worden hersteld, alvorens de onderneming nieuw vermogen ter voortzetting of hervatting van haar productieprocessen zal kunnen verkrijgen.

Ook thans, nu verscheidene ondernemingen na jaren van stilstand zich weer een plaats in de maatschappelijke productie zullen moeten veroveren, zullen vele genoodzaakt zijn tot reorganisatie. Niet, omdat zij reeds thans liquiditeitsmoeilijkheden ondervinden, maar omdat deze zeker acuut zullen worden, zoodra zij haar bedrijven zonder saneering van haar financieele positie weer op gang zouden brengen.



Wij houden deze redeneering niet voor geheel overtuigend. Teveel wordt hier de blik gericht op de individueele bedrijfshuishoudingen en niet op de volkshuishouding in haar geheel. Inderdaad beteekent het afbreken van het productie-proces ook een nadeel voor de volkshuishouding; het is echter de vraag, of een voortzetten, daarvan geen grooter nadeel zou beteekenen. De oorsprong van de wet van de continuïteit voor de volkshuishouding ligt naar onze meening inderdaad in de productie langs omwegen, naar op andere wijze, dan in het bovenstaande werd weergegeven. Het zou immers denkbaar zijn, dat in omwegproductie eerst kapitaalgoederen werden voortgebracht, die men daarna achtereenvolgens tot eindproducten zou verwerken, om daarna hetzelfde proces bij de oerproductie weer opnieuw te beginnen.

Practisch zou natuurlijk een dergelijke werkwijze niet toegepast kunnen worden. De tijd gedurende welken wij, in afwachting van de productie der eindproducten, de bevrediging van onze behoeften zouden moeten uitstellen, zou het inslaan van elken productie-omweg onmogelijk maken. De synchronisatie van de achtereenvolgende fasen van den productie-omweg is noodzakelijk ter bereiking van een continueelen stroom van consumptiegoederen. Zij maakt het mogelijk, langs omwegen te produceeren, zonder dat de bevrediging van onze behoeften wegens het voorloopig niet aanwezig zijn van eindproducten, zou moeten worden uitgesteld. Die synchronisatie beteekent ook de voortdurende instandhouding van een fonds van kapitaalgoederen „a permanent fund of goods, that originate ripe and perish”, zooals J. B. Clark <sup>1)</sup> het uitdrukt. Dit fonds is in onze maatschappij verdeeld over de bedrijfshuishoudingen, die ieder een bepaald onderdeel van de maatschappelijke productie verzorgen. Alleen, wanneer die bedrijfshuishoudingen voortdurend haar kapitaalgoederen bij overgang tot verbruik vervangen, blijft het kapitaalfonds intact en wordt de mogelijkheid geschapen, een continueelen stroom van consumptie-goederen in de huishoudingen der consumenten te doen vloeien. Hier liggen, naar onze meening, de oorsprong en beteekenis van de continuïteit in de maatschappelijke productie. Deze wet van de continuïteit beteekent echter niet zonder meer voor elke bedrijfshuishouding, dat zij haar productie-proces onvoorwaardelijk moet voortzetten. De ontwikkeling van productie- en afzetverhoudingen kan het zeer zeker noodig maken, dat een bepaalde bedrijfshuishouding haar productie-proces omstelt of zelfs beëindigt.

De beteekenis van financiële reorganisatie is nu in het algemeen, dat zij de voortzetting mogelijk maakt van bedrijven, die zonder die financiële reconstructie tot liquidatie waren gedwongen.

De vraag, die wij in dit hoofdstuk dus onder het oog moeten zien, is dus: in hoeverre is die voortzetting economisch rationeel. Aan deze vraag zal de economische waarde van de financiële reorganisatie moeten worden getoetst.

## § 2. *Nadere bepaling van het begrip déconfiture.*

Alvorens op deze vraag nader in te gaan, zullen we ons moeten afvragen, wanneer een onderneming economisch heeft gefaald, economisch als een mislukking te beschouwen is.

Dewing <sup>2)</sup> onderscheidt niet minder dan vier vormen van déconfiture. In de eerste plaats de zakelijke déconfiture (business failure). Deze is aanwezig, indien de inkomsten van de onderneming onvoldoende zijn om de loopende uitgaven, voornamelijk

<sup>1)</sup> Distribution of Wealth. New York 1914.

<sup>2)</sup> Corporate Promotions and Reorganizations. Cambridge 1914, blz. 570 e. v.



voor loonen en voor den aankoop van grondstoffen en materialen, te dekken.

Wanneer de onderneming niet in staat is de rente op haar uitstaande obligaties te voldoen, spreekt hij van financieele *déconfiture* (financial failure). De financieele *déconfiture* is uitsluitend een gevolg van de wijze van financiering.

In wettelijken zin wordt slechts van *déconfiture* gesproken, indien de onderneming in staat van insolventie verkeert (legal failure).

Economisch is de onderneming echter in *déconfiture* indien zij niet in staat is normale loonen te betalen, een normalen intrest over het geïnvesteerde vermogen te kweken en normale winsten af te werpen.

Wanneer we afzien van de wettelijke *déconfiture* kunnen we constateeren, dat in het spraakgebruik het begrip gewoonlijk wordt gebezigd om aan te duiden, dat de onderneming niet meer in staat is, uit haar bedrijf de middelen te verkrijgen om aan haar financieele verplichtingen te voldoen. Men heeft in dat geval dus den eersten of tweeden vorm van *déconfiture* op het oog. Er is dus een belangrijk verschil tusschen *déconfiture* in den zin, dien het spraakgebruik daaraan toekent en de mislukking in economisch opzicht. In een publicatie van meer recenten datum wijst Norman S. Buchanan eveneens op het verschil tusschen economische mislukking enden toestand, dien men in de zakenwereld gewoonlijk als *déconfiture* pleegt aan te duiden.<sup>1)</sup>

Het falen in economisch opzicht van de onderneming ziet Buchanan echter eenigszins anders dan Dewing. Bij de oprichting van een onderneming, zoo redeneert Buchanan, heeft men de verwachting, dat de netto-opbrengsten die zij zal opleveren, hooger zullen zijn dan elders. Blijkt nu, dat zij lager zijn, dan is de onderneming een economische mislukking. Deze uitspraak, die ons in haar algemeenheid onjuist toeschijnt, moet o.i. echter aldus worden geïnterpreteerd, dat het criterium voor het economisch falen of slagen gezocht moet worden in de rentabiliteit van het in de onderneming geïnvesteerde vermogen.

Is die rentabiliteit lager dan zij in verband met het onzeker karakter van het inkomen, dat de onderneming afwerpt, zou moeten zijn om de spaarders tot beschikbaar stellen van vermogen te bewegen, dan is er sprake van economische mislukking.

Terwijl Dewing het economisch falen van de onderneming meer van algemeen economisch standpunt beschouwt, zoekt Buchanan het criterium uitsluitend in het rendement, dat de onderneming afwerpt.

Het uitgangspunt van Dewing is aantrekkelijk, voor wie de beteekenis van de financieele reorganisatie voor het economisch leven in haar geheel wil beschouwen.

Een onderneming, die abnormaal lage loonen betaalt, kan uit een oogpunt van rentabiliteit een succes zijn, terwijl haar resultaten toch economisch onbevredigend zijn. Niettemin zal dit geval zich practisch in onzen tijd met zijn talrijke loonzettingen en andere sociale maatregelen niet zoo gemakkelijk voordoen. We kunnen dus het rendement over het geïnvesteerde vermogen wel als criterium aanvaarden voor de beoordeeling van het economisch resultaat van de onderneming. Toegegeven moet worden, dat de maatschappelijke beteekenis van de onderneming niet steeds afgemeten kan worden aan de rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen. We moeten echter bedenken, dat de doelstelling van de onderneming — niet van het bedrijf — is, het rendabel maken van vermogen. Economisch mislukt is de onderneming, als dit doel niet bereikt wordt.

<sup>1)</sup> Economics of Corporate reorganization. Quarterly Journal of Economics. Cambridge (Mass.). 1938.



### § 3. *Economische mislukking en reorganisatie.*

Het ontbreken van voldoende rentabiliteit zal echter gewoonlijk op zichzelf nog geen aanleiding vormen voor financieele reorganisatie.

Zoolang de onderneming geen verliezen lijdt en zij heeft steeds voldoende middelen om aan haar opeischbare verplichtingen te voldoen, dan zal ook bij onvoldoende rentabiliteit van het in de onderneming geïnvesteerde vermogen gewoonlijk reorganisatie uitblijven. Slechts als financieele moeilijkheden gaan optreden, wordt de wenschelijkheid van reorganisatie onder het oog gezien. Niet de economische mislukking, maar de financieele déconfiture is aanleiding voor reorganisatie.

De financieele reorganisatie heeft de bedoeling om de voortzetting van het bedrijf te verzekeren in het geval van déconfiture. Is er sprake van economische mislukking, dan zou, oppervlakkig geredeneerd, liquidatie te verkiezen zijn. Financieele reorganisatie zou dus alleen economisch rationeel zijn, indien een bedrijf, hoewel economisch geslaagd, toch d.v. door een ondoelmatig financieel beheer in moeilijkheden zou zijn geraakt.

Toch zou deze conclusie voorbarig zijn en daarom onjuist. Ook economische mislukking in den zin, dien wij er min of meer in navolging van Buchanan aan gegeven hebben, behoeft nog geen reden te zijn, waarom het bedrijf geliquideerd zou moeten worden. In de vele gevallen zal in ieder geval een tijdelijk voortzetten van het bedrijf meer aanbeveling verdienen dan een onmiddellijke liquidatie. De aanspraken van vermogenverschaffers zullen dan zoodanig moeten worden geregeld, dat deze continuatie mogelijk is. In een groote meerderheid dezer gevallen gaat echter de betekenis der financieele reorganisatie hier nog ver boven uit. Immers in tijden van ongunstige conjunctuur is de rentabiliteit van de onderneming bijna steeds onvoldoende, ja zelfs in de meeste gevallen, negatief. Het zou volkomen irrationeel zijn al die ondernemingen te liquideeren. Door middel van financieele reorganisatie kan worden bereikt, dat de onderneming intact blijft en aldus is staat zal zijn, straks onder gunstiger verhoudingen haar bedrijf voort te zetten. De moeilijkheid bij de beoordeeling van de reorganisatie van een economisch standpunt is niet zoozeer de vraag, of een financieele déconfiture tevens een economische mislukking van de onderneming beteekent, maar veel meer of een onderneming, die in financieele moeilijkheden is geraakt, in de toekomst in staat zal zijn, weer zoodanige resultaten op te leveren, dat haar voortzetting gerechtvaardigd is. Voorzover die reorganisatie van de medewerking van particuliere geldgevers afhankelijk is — en dit geval willen we, zooals reeds gezegd, uitsluitend in onze beschouwingen betrekken — zal dus moeten worden nagegaan of de onderneming in staat zal zijn, een hooger rendement op te leveren dan hetgeen door de vroegere vermogenverschaffers, bij aanwending in andere richtingen, over de vermoedelijke liquidatieopbrengst der activa zou kunnen worden verkregen.

Men zal dus bij de overweging van de mogelijkheid eener reorganisatie zich allereerst rekenschap moeten geven van de vraag, wat de vermoedelijke liquidatie-opbrengst der activa zal zijn en welk rendement daarvan vermoedelijk kan worden verkregen. Daarna zal moeten worden nagegaan, wat het rendement zal zijn van de onderneming na reorganisatie. Zoolang de reorganisatie geen nieuw vermogen eischt, kan met deze vergelijking worden volstaan. Hierbij valt er natuurlijk rekening mee te houden, dat bij liquidatie waarden verloren kunnen gaan, die bij de voortzetting van het bedrijf behouden zullen blijven. We moeten hierbij vooral denken aan handelsmerken e.d., die gewoonlijk geen



liquidatie-waarde hebben. Bovendien productiemiddelen, die in een bepaalde functie op min of meer doelmatige wijze zijn samengevoegd, passen in den regel niet in een andere organisatie. Hoe meer de productiemiddelen op de behoeften van een bepaald bedrijf zijn verbijzonderd, des te bezwaarlijker zal het zijn, ze in een andere productie-organisatie in te voegen. Hun liquidatie-waarde zal dientengevolge des te geringer zijn. In het algemeen zullen de werktuigmachines een meer gespecialiseerd karakter hebben dan de machines voor krachtopwekking.

Soortgelijke opmerkingen zijn ook te maken m.b.t. de arbeidskracht. De voortzetting van het bedrijf beteekent behoud van werkgelegenheid, die bij liquidatie kans loopt verloren te gaan. Hier eveneens is die kans voor de meer in een bepaalde organisatie gespecialiseerde arbeidskracht grooter dan voor de niet-gespecialiseerde of slechts op een algemeen uitgeoefend beroep gespecialiseerde arbeidskracht. Daar met de liquidatie de verplichtingen jegens de arbeiders ophouden, zal de particuliere onderneming met deze omstandigheid geen rekening houden.

De mogelijkheid, dat tot liquidatie besloten wordt, terwijl financieele reorganisatie en daarmee voortzetting van het bedrijf maatschappelijk gezien meer gewenscht zou zijn geweest, is dus steeds aanwezig. Anderzijds blijft ook de mogelijkheid bestaan, dat het bedrijf, dank zij financieele reorganisatie, voortgang vindt, hoewel liquidatie meer in het belang der volkswelvaart zou zijn geweest. Op deze algemeen maatschappelijke betekenis van de financieele reorganisatie zal in de volgende bladzijden nog nader teruggekomen worden. <sup>1)</sup>

#### § 4. *De economische rationaliteit van reorganisatie in verband met de noodzakelijkheid van aantrekking van nieuw vermogen.*

Wanneer nieuw vermogen moet worden aangetrokken, wordt de vraag of de reorganisatie economisch rationeel is, veel moeilijker te beantwoorden. In het artikel van Norman S. Buchanan, dat wij reeds citeerden, wordt gepoogd op deze vraag een antwoord te vinden. Hij gaat daartoe eerst na, wat de totale waarde is van de onderneming na de reorganisatie. Die waarde wordt bepaald door kapitalisatie van de verwachte toekomstige winsten. Verder moet het bedrag worden vastgesteld, dat nieuw geïnvesteerd kan worden. De grootte van dit bedrag wordt bepaald door het minimum-rendement, dat het vermogen nog moet kunnen opleveren in de betrokken onderneming. Minder dan dit

<sup>1)</sup> Men spreekt ook wel van liquidatie als het bedrijf overgaat in handen van een nieuwen eigenaar. Er kunnen zich gevallen voordoen, dat het bedrijf in zijn geheel of grootendeels door een andere onderneming of door een combinatie uit de oorspronkelijke geldgevers wordt overgenomen. In dergelijke gevallen gaat bij liquidatie het bedrijf uiteraard niet te gronde. Deze liquidaties hebben of het karakter van fusies zooals in het geval van de „Hovema” Hollandsche Vereeniging tot Exploitatie van Margarine-fabrieken, waarvan de activa in bezit overgingen van de Unilever of van de N.V. Jurgens Fabrieken, die eveneens overgingen aan de Unilever, die reeds de meeste aandelen in haar bezit had, of van reorganisaties. Het karakter van reorganisaties hebben zij indien een of meer van de oorspronkelijke geldgevers het bedrijf overnemen om het zelf na de overname voort te zetten. De overnemende groep treft dan een regeling met de overige geldgevers, in ruil waarvoor zij dan verder van hun aanspraken afzien. Dergelijke liquidaties staan zoo dicht bij de reorganisaties, dat er practisch geen criterium te vinden is om ze daarvan te onderscheiden. Immers ook bij reorganisatie komt het voor dat bepaalde groepen, die niet tot de regeling willen toetreden door de overigen worden uitgekocht. Omgekeerd heeft bijv. bij de Amerikaansche reorganisaties meestal, zij het dan ook slechts formeel, verkoop van de activa plaats. Voor deze liquidaties geldt uiteraard hetzelfde als hetgeen hier over reorganisaties wordt opgemerkt.



minimum kan het nieuw te investeren vermogen niet opleveren, daar het anders niet geïnvesteerd zal worden. Buchanan geeft hier echter alleen maar een grens naar boven, meer vermogen zal men niet kunnen aantrekken. Zou er meer vermogen noodig zijn om het bedrijf weer normaal te doen functionneeren, dan is de reorganisatie niet mogelijk. Is minder noodig, dan zal de reorganisatie wel kunnen plaats vinden. De voorstelling van Buchanan, alsof men altijd het maximum aan vermogen zal aantrekken, dat in het bedrijf kan worden geïnvesteerd, zonder dat het rendement tot het bedrag, dat minimaal vereischt is, daalt, is onjuist.

Beslissend zal in de eerste plaats zijn het bedrag, dat voor de voortzetting van het bedrijf is benodigd. Eerst daarna zal men hebben na te gaan of dit bedrag ook inderdaad, in verband met het te verwachten rendement, kan worden verkregen.

De waarde van het voor de reorganisatie aanwezige kapitaalgoederencomplex kan nu volgens Buchanan worden gevonden door de waarde of liever gezegd vermoedelijke waarde van het geheele kapitaalgoederen-complex der onderneming na de reorganisatie, te verminderen met het nieuw aan te trekken vermogen. Is dit restant kleiner dan de liquidatie-waarde van de reeds aanwezige kapitaalgoederen, dan zal liquidatie moeten plaats vinden; is het grooter, dan is reorganisatie economisch verantwoord.

De wijze, waarop aldus de keuze tusschen reorganisatie en liquidatie wordt bepaald, achten wij niet zonder bedenking. De waarde van de onderneming wordt bepaald door kapitalisatie van haar toekomstige winstmogelijkheid. De wijze, waarop het percentage wordt bepaald op basis waarvan die kapitalisatie moet plaats hebben, blijft onbesproken.

Waarschijnlijk zal hiervoor genomen worden het percentage, waarvan uitgegaan wordt bij het bepalen van het bedrag, dat nieuw geïnvesteerd kan worden. Echter, als we aldus te werk gaan, is er practisch geen grens voor dit bedrag dan alleen de liquidatie-waarde van de voor de reorganisatie reeds aanwezige kapitaalgoederen. We zullen dit aan een cijfervoorbeeld toelichten. Stel de toekomstige winsten worden geschat op  $f\ 100.000,-$ . De waarde van de onderneming na de reorganisatie wordt bepaald door kapitalisatie op basis van 5 % en bedraagt dus  $f\ 2.000.000,-$ . Hoeveel vermogen kan nieuw geïnvesteerd worden? Dit hangt er van af, hoever men met de reductie van het oude vermogen kan gaan. Zooals gezegd, kan men hiermee niet verder gaan dan de vermoedelijke liquidatie-opbrengst van het voor de reorganisatie aanwezige kapitaalgoederen-complex. Natuurlijk zal men zoover niet gaan, daar de vroegere geldgevers dan de voorkeur aan liquidatie zullen geven. Maar het nieuw te investeren bedrag blijft dan onbepaald. Stellen we de liquidatie-waarde van de oude activa op  $f\ 750.000,-$  dan kunnen we alleen zeggen, dat het nieuwe vermogen kleiner zal moeten zijn dan  $f\ 1.250.000,-$ . De toekomstige winsten kan men echter bezwaarlijk schatten als men niet weet, welk bedrag nieuw geïnvesteerd wordt. De oplossing van Buchanan brengt ons ondanks schijnbare exactheid in een vicieuze cirkel.

De fout in de redeneering ligt in het foutieve uitgangspunt. We moeten beginnen met vast te stellen, welke winstmogelijkheid de onderneming na haar reorganisatie heeft en welk bedrag bij de reorganisatie nieuw moet worden geïnvesteerd. Vervolgens zullen we ons moeten afvragen, welk rendement de nieuwe geldgevers van hun vermogen zullen wenschen te ontvangen. Het verschil tusschen vermoedelijke winst en het rendement, dat de nieuwe geldgevers van hun vermogen wenschen te ontvangen, vormt het rendement van het oude vermogen. Hebben we dit laatste bepaald, dan zullen we moeten nagaan, welke opbrengst bij liquidatie van de onderneming kan worden verwacht. Kan die



liquidatie-opbrengst bij investeeing elders meer opbrengen, dan het bovenbedoelde rendement, dan is liquidatie noodzakelijk.

In het tegenovergestelde geval kan reorganisatie plaats vinden. Lichten we thans één en ander met een cijfervoorbeeld nader toe. Stel, we schatten de toekomstige winsten na de reorganisatie op f 100.000,—, terwijl de onderneming nieuw vermogen nodig heeft ten bedrage van f 1.000.000,—. De verschaffers van dit nieuwe vermogen verlangen 8 % van hun geld te maken, dus f 80.000,—. Er resteert van de vermoedelijke winst dus f 20.000,—.

Nemen we verder aan, dat de activa van de onderneming bij liquidatie f 500.000,— opleveren en dat daarvan aan crediteuren moet worden afgedragen f 300.000,—. Er resteert dus f 200.000,—. Indien die f 200.000,— bij investeeing in andere stichtingen meer dan f 20.000,— zou opleveren, zou liquidatie te verkiezen zijn boven reorganisatie. Indien de liquidatie-opbrengst niet deze winst kan opleveren, zal men tot reorganisatie besluiten.

Met behulp van de winstverwachting na reorganisatie zou men ook de waarde van de onderneming, dus van het geheele complex van activa kunnen berekenen. De waarde van de onderneming toch is de contante waarde van het toekomstig rendement. Deze contante waarde moet worden bepaald op basis van de rente, die de nieuwe geldgevers van hun vermogen wenschen te maken. In ons voorbeeld hebben we hiervoor 8 % aangenomen. Op deze basis komt een rendement van f 100.000,— overeen met een vermogen van f 1.250.000,—. We kunnen nu het oude en het nieuwe te investeren vermogen bechouwen als complementaire goederen, die tezamen een waarde van f 1.250.000,— hebben. Daar f 1.000.000,— nieuw geïnvesteerd moet worden, heeft het oude vermogen een waarde van f 250.000,—, terwijl de liquidatie-waarde slechts f 200.000,— bedraagt. Men zou hieruit de conclusie kunnen trekken, dat liquidatie hier in ieder geval nadeelig is voor de betrokkenen. Deze conclusie in het gegeven voorbeeld zal wel juist zijn, maar we moeten daarbij niet vergeten, dat zij toch afhankelijk is van de vraag, welk rendement met de opbrengst der activa na liquidatie kan worden verkregen.

Hoe hooger de rendementsaanspraken van de nieuwe geldgevers zullen zijn, des te kleiner zal de gekapitaliseerde waarde van de verwachte winsten zijn en des te kleiner dus ook de waarde van de reeds aanwezige activa.

Die waarde kan daardoor ook beneden de opbrengst bij liquidatie dalen. In dat geval mag men echter ook nog niet concludeeren, dat de liquidatie rationeel is alvorens men heeft nagegaan, welke winst met de liquidatieopbrengst kan worden gemaakt.

#### § 5. *Moeilijkheden gelegen in de bepaling van het rendement, dat de geldgevers verlangen.*

In tegenstelling tot Buchanan, die de waarde van de oude activa der onderneming bij voortzetting vergelijkt met de liquidatie-waarde daarvan meenen we, dat vergelijking van de opbrengsten dier activa bij voortzetting van het bedrijf met de winsten, die van de liquidatie-opbrengst kunnen worden verwacht, noodzakelijk is om te beslissen of liquidatie dan wel reorganisatie rationeel is.

De liquidatie-opbrengst kan voor aandeelhouders nihil zijn. De activa kunnen minder opleveren dan de schuld aan crediteuren bedraagt. Men zal in dat geval ook deze laatsten in de reorganisatie kunnen betrekken, mits men kan aantonen, dat het rendement,



dat van de liquidatie-opbrengst der activa, die nu geheel aan crediteuren ten goede komt, kan worden verkregen, weer kleiner is dan bij voortzetting van het bedrijf.

Het kan ook voorkomen, dat de crediteuren aan de reorganisatie medewerken, ook al staat wel vast, dat zij bij eventueele liquidatie het volle bedrag van hun vordering toegevoegen krijgen.

We moeten hier allereerst onderscheid maken tusschen crediteuren op korten en op langen termijn. De crediteuren op korten termijn zijn veelal leveranciers van de onderneming, althans bij industriele ondernemingen. Dit beteekent, dat, ook al worden zij uit de liquidatie-opbrengst volledig voldaan, zij toch een belang hebben bij het voortbestaan van de onderneming, die immers hun afnemer is. Zij zullen dan bereid zijn, deel te nemen in het nieuw aan te trekken vermogen, dat gedeeltelijk zal moeten dienen om hun vorderingen af te betalen. Dit kan beteekenen, dat het nieuwe vermogen op een lagere rendementsbasis kan worden verkregen.

Anders staat het met de crediteuren op langen termijn, de obligatiehouders. Indien de liquidatie-opbrengst voldoende is om hun aanspraken jegens de onderneming te honoreeren, zullen zij na de reorganisatie alleen in de onderneming geïnteresseerd wenschen te blijven, indien zij daardoor een belangrijk hooger rendement kunnen verwachten dan zij bij investeeing in andere waarden zullen kunnen verkrijgen. De noodzakelijkheid met deze crediteuren, ter vermindering van vaste lasten in de toekomst, tot een regeling te komen, beteekent weer een verhooging van de rendementsbasis waarop het nieuwe vermogen zal worden aangetrokken.

Hieruit blijkt, dat het rendement, dat de nieuwe geldgevers verlangen, een moeilijk van te voren bepaalbare grootheid is en ook, dat het een lastig probleem is om een basis te vinden, waarop nieuw vermogen in voldoende mate kan worden aangetrokken, zonder dat de aanspraken van de oude geldgevers zoodanig worden gereduceerd, dat zij aan liquidatie de voorkeur zullen geven. In een der volgende hoofdstukken zullen we hebben na te gaan, tot welke oplossingen men in concrete gevallen is gekomen. Thans zullen we eerst ingaan op de economische consequentie, die gegeven deze moeilijkheden, reorganisatie met zich kan brengen.

## § 6. *Reorganisatie en liquidatie; onderwaardeering der activa bij reorganisatie.*

Zooals ons reeds in het voorgaande hoofdstuk is gebleken, is het mislukken van een onderneming niet steeds te wijten aan economisch niet verantwoorde investeeing van vermogen. Integendeel, in de meeste gevallen die wij kunnen onderscheiden, ligt de oorzaak van de mislukking niet in het feit, dat voor de producten van het bedrijf dat door de onderneming wordt uitgeoefend, geen voldoende koopkrachtige vraag bestaat. In hoofdzaak is dan ook reorganisatie, waardoor de onderneming de gelegenheid verkrijgt, haar bedrijf te continueeren, economisch te prefereeren boven liquidatie.

We moeten hierbij echter niet uit het oog verliezen, dat de reorganisatie zelf een gevaar voor ondoelmatige investeeing kan opleveren. Een gevaar, dat straks weer tot nieuwe reorganisatie kan leiden. We zullen dit thans nader aantonen.

De beoordeeling van de keuze tusschen reorganisatie en liquidatie berust zooals we hebben gezien, op vele factoren, die slechts schattenderwijze te bepalen zijn. De winst na de reorganisatie is slechts globaal te taxeeren, de liquidatie-opbrengst van de aanwezige activa eveneens. Degenen, die de reorganisatie voorstellen, hebben gewoonlijk



de neiging de resultaten, die na aanvaarding hunner plannen te verwachten zijn, te gunstig voor te stellen; de liquidatie-opbrengst der activa wordt daarentegen vaak te ongunstig beoordeeld. De aandeelhouders en andere eventuele belanghebbenden zijn ook gewoonlijk niet in staat, daaromtrent een schatting te maken. Men kan, als men niet met de opbrengstwaarde bij liquidatie der activa rekening behoeft te houden, de rentabiliteit van het nieuwe vermogen steeds opvoeren tot men de eischen van de nieuwe geldgevers heeft bevredigd. Door reductie van de rechten van de oude geldgevers kan men ten slotte bereiken, dat de te verwachten winsten nagenoeg geheel aan de verschaffers van het nieuwe vermogen ten goede komen. Als men dus niet door de liquidatie-opbrengst der oude activa gebonden is, wordt de mogelijkheid het bedrijf voort te zetten, uitsluitend beheerscht door te verwachten winsten na reorganisatie. Hierdoor ontstaat de kans, dat nieuw vermogen wordt aangetrokken op een kunstmatig opgedreven rendementsbasis in gevallen, dat liquidatie van de onderneming meer voor de hand zou hebben gelegen. Van de zijde van het bestuur zal gewoonlijk getracht worden de onderneming in stand te houden. De bestuurders zijn degenen, die in de eerste plaats belang hebben bij het voortbestaan van het bedrijf.

Zij zullen dus de neiging hebben, de waarde van het bestaande complex van activa zoodanig te reduceeren, dat de vermoedelijke winsten een rendement overlaten, waarvan kan worden aangenomen, dat het voldoende zal zijn om de verschaffers van het nieuwe vermogen te bevredigen. Verzet van de zijde der oude geldgevers blijft gewoonlijk achterwege, zij missen gewoonlijk de mogelijkheid de liquidatie-opbrengst der in de onderneming aanwezige activa te beoordeelen.

Het bestuur heeft nog een ander belang bij het drukken van de waarde van het oude kapitaalgoederencomplex. Tot elken prijs zal men willen vermijden, dat binnenkort weer opnieuw groote verliezen tot reorganisatie zullen dwingen.

Indien de reorganisatie de mogelijkheid opent in de onderneming zekere reserves te vormen, zal men die gelegenheid zeker niet laten voorbijgaan. In de reductie van de oude activa heeft men een zoodanig middel.

Ten slotte valt nog te wijzen op een derde belang. De statutaire winstverdeeling van de meeste ondernemingen is aldus geregeld, dat aan de geldgevers, aandeelhouders, allereerst van de winst een zeker percentage over het door hen gestorte vermogen wordt uitgekeerd. De daarna overblijvende winst wordt in een zekere verhouding verdeeld in hoofdzaak onder aandeelhouders en tantiëmisten. Het aandeelenkapitaal is dus voor zoover het de zoeven bedoelde voorrente betreft, grondslag voor de dividendbepaling. Hoe kleiner het aandeelenkapitaal gehouden kan worden, hoe grooter de overwinst wordt, vergeleken met het primair dividend. Waar het primair dividend gewoonlijk gezien wordt als rentevergoeding over het geïnvesteerde vermogen, gaat het statutaire percentage hierna zelden een normaal rentepercentage te boven, ook niet na reorganisatie.

Al deze factoren leiden er toe, dat bij reorganisatie in de meeste gevallen de neiging zal bestaan, de activa beneden hun waarde te reduceeren. Hierdoor wordt beantwoording van de vraag, of de reorganisatie economisch verantwoord is, moeilijk te beantwoorden. Als de schatting van de na reorganisatie te verwachten winsten juist is gebleken, zal het vermogen wel het vereischte rendement opleveren, maar dit rendement kan verkregen zijn door overmatige reductie van het oude vermogen.

In tegenstelling tot Kramer meenen wij dan ook, dat wijziging in de statutaire winstverdeeling in de meeste gevallen bij financiële reorganisatie noodzakelijk is.



Van de 70 door dezen schrijver onderzochte reorganisatiegevallen waren er 38, waarbij de winstverdeeling zoodanig werd gewijzigd, dat aandeelhouders een zekere compensatie verkrijgen voor de afstempeling van hun aandelen. In 6 door Kramer behandelde gevallen werd zoowel het primair dividend verhoogd als ook het aandeel van tantiëmisten verlaagd; in 23 gevallen had alleen verlaging van het aandeel der tantiëmisten in de overwinst plaats, terwijl in 9 gevallen alleen verhooging van primair dividend plaats vond.

Ook bij de meer recente door ons onderzochte reorganisaties trad de verlaging van het aandeel in de overwinst op den voorgrond. Het is niet gewenscht, ook niet met het oog op latere emissies, dat het primair dividend, dat toch niets voorstelt dan een rentevergoeding voor het beschikbaar stellen van vermogen, al te zeer wordt opgedreven.

In de meeste gevallen is er, zooals we reeds zeiden, wel aanleiding de verdeeling van de winst tusschen tantiëmisten en geldgevers te herzien. Kramer zegt weliswaar, er is groote kans dat de te verdeelen winst na de reorganisatie kleiner zal zijn dan voorheen, zoodat, laten we de winstverdeeling onveranderd, ook de tantiëmisten minder te verdeelen zullen hebben, maar daar staat tegenover dat de afstempeling veelal plaats heeft tot een veel grooter bedrag dan overeenkomt met het geconstrueerde bedrijfsverlies. Uit een elders in dit werk opgenomen tabel, betrekking hebbend op de verliezen bij reorganisatie, blijkt, dat ongeveer  $\frac{2}{3}$  van het bedrag dat als verlies werd afgeboekt, bestond uit verliezen wegens extra afschrijvingen op diverse activa; slechts  $\frac{1}{3}$  was bedrijfsverlies.



## HOOFDSTUK VIII

### DE FINANCIEELE REORGANISATIE ALS SANEERINGSPROCES

#### § 1. *Financieele reorganisatie en saneering.*

Hoewel de begrippen saneering en reorganisatie elkaar geenszins dekken, verstaan we onder het laatste toch steeds een procedure, die op het herstel, en wel in het bijzonder het financieel herstel, van de onderneming is gericht.<sup>1)</sup> Of nu de ziekte-toestand van de onderneming zijn oorzaak vindt in gebrekkige financiering of in ontoereikende economische rentabiliteit, steeds zal hij tot uitdrukking komen in een wanverhouding tusschen vermogen, omzet, kosten, winst en rente. De financieele reorganisatie hebben we te zien als een middel, noodig tot herstel van de juiste relatie tusschen deze grootheden, waarmee uiteraard nog niet is gezegd, dat zij daartoe het eenige middel vormt. Voor het verkrijgen van een „entsprechende” verhouding tusschen deze grootheden is meestal, zooals we later nog nader zullen zien, de financieele reorganisatie alleen niet afdoende. Tal van maatregelen op het gebied der interne organisatie zullen zeker tevens noodig zijn om de bedoelde verhouding, indien al mogelijk, te bereiken.

#### § 2. *Nadere beschouwing van de relatie tusschen vermogen, omzet, kosten en rente.*

Bezien we thans de boven aangeduide relatie nader.

Het verband tusschen de bovenbedoelde grootheden kan voorgesteld worden door de volgende formule:

$$R = \frac{p \cdot O - K}{V}$$

<sup>1)</sup> Voor een nadere beschouwing over het begrip saneering verwijzen we naar: E. Gutenberg. *Finanzierung und Sanierung in Hwb der Betriebswissenschaft*. Berlin/Wien.

Het begrip saneering is ruimer dan het begrip reorganisatie naar het ons voorkomt. Terwijl de financieele reorganisatie altijd op de z.g. kapitalisatie betrekking heeft en dus een ingrijpende wijziging in de kapitalisatie van de onderneming met zich brengt, behoeft dit niet met elke saneering het geval te zijn. Zoo kan de maatregel waarbij de crediteuren in een moratorium bewilligen ook als saneering worden beschouwd, hoewel het in ons spraakgebruik feitelijk geen reorganisatie is.

Vgl. W. Mannheimer. *Sanierung*. Berlin 1924, die verschillende vormen van moratorium ook onder saneering rangschikt, blz. 63 v.v.

Ook de bij Kramer: *Reorganisatie van Naamlooze Vennootschappen 1920—1926*, Amsterdam 1928, geciteerde Wolf-Birkenbihl neemt het begrip saneering veel ruimer dan ons begrip reorganisatie. Evenals de door ons geciteerde Mannheimer beschouwt deze schrijver het verleenen van een moratorium en het aangaan van een fusie ook als saneering. Ook Schmalenbach's begrip saneeren, waaronder hij verstaat het gezond maken van de onderneming of van haar aandelen, omvat veel meer dan financieele reorganisatie. Immers, er zijn verschillende maatregelen denkbaar, die een saneering, een gezond maken van de onderneming beoogen zonder dat het vermogen in zijn grootte of in zijn samenstelling eenige wijziging ondergaat. De gedachte, dat de reorganisatie een „financial readjustment” is zooals Dewing zegt, vinden we ook bij Kramer en bij Schadee. *Reorganisatie van Naamlooze Vennootschappen*.



Hierin stelt  $p$  de prijs per eenheid,  $O$  de omzet,  $K$  de kosten en  $V$  het geïnvesteerd vermogen voor.  $R$  geeft het rendement per eenheid vermogen aan. Deze formule vormt, zooals Prion opmerkt, den grondslag voor de calculatie van de kapitalistische onderneming. De onderneming zal streven naar een maximale grootte van  $R$ .<sup>1)</sup>

Er bestaat een juiste relatie tusschen deze grootheden, indien  $R$  met den geldenden rentestand in overeenstemming is.

Deze grootheden zijn geen onafhankelijk veranderlijken. We kunnen  $p$ ,  $K$  en  $V$  zien als functies van  $O$ .<sup>2)</sup>

Op het moment van oprichting der onderneming zullen de begroote waarden van  $p$ ,  $O$  en  $K$  zoodanig moeten zijn, dat  $R$  gelijk is aan een met den algemeenen rentestand in overeenstemming geachte rentabiliteit van het in de benoodigde kapitaalgoederen geïnvesteerde vermogen.

Volgens Prion zal op het moment van stichting  $R$  zoo groot zijn, dat over het geïnvesteerde vermogen nog juist de rente verdiend wordt, die noodig is om de vermogensbezitters tot investeren te doen besluiten<sup>3)</sup>. Dit lijkt ons niet geheel juist. Immers dit zou beteekenen, dat het vermogen steeds tot de grensrentabiliteit zou worden geïnvesteerd. Wel kunnen we zeggen, dat hiermee de grens voor de investering, dus de maximumgrootte van het aan te wenden vermogen, gegeven is. Of anders uitgedrukt, het minimaal vereischte rendement bepaalt het maximaal aan te trekken vermogen. Het is echter niet ongebruikelijk, dat de onderneming bij haar oprichting nog een zekere expansie-reserve ter beschikking houdt. Wel worden bij den financieelen opbouw van de onderneming veelal maatregelen getroffen, dat het meer dan minimaal vereischte rendement aan de oprichters ten goede komt. Zelfs als echter, zooals in de Vereenigde Staten pleegt te geschieden, de grootte van het totale vermogen op basis van de „earning-power” van de onderneming wordt vastgesteld, wordt dit vermogen nog niet in zijn geheel in de onderneming geïnvesteerd. De zg. common shares, die men in de kapitalisatie van de Amerikaanse ondernemingen aantreft, zijn oorspronkelijk veelal als bonus aan degenen, die

<sup>1)</sup> „Diese Verkopplung der Umsatzrechnung (Kosten-Erlösrechnung) mit der Kapital-Gewinnrechnung stellt die kapitalistische Grundrechnung dar: sie verkörpert den Wirtschaftsplan der kapitalistischen Unternehmung. Die kapitalistische Grundrechnung besagt — auf eine knappe Formel gebracht — dass der Wirtschaftsplan der kapitalistischen Unternehmung darauf abzieht, mit einem möglichst geringen Kapital, einen möglichst hohen Umsatzgewinn zu erzielen.” Die Lehre vom Wirtschaftsbetrieb Berlin 1935 blz. 4. Vgl. ook de tabel op blz. 5 en de daaraan vastgeknoopte beschouwingen blz. 6 e.v.

<sup>2)</sup> Bij volkomen concurrentie zal  $p$  onafhankelijk zijn van  $O$ , bij volkomen monopolie en ook bij onvolkomen mededinging is er een verband tusschen  $p$  en  $O$ , dat in de mate van elasticiteit der vraag tot uitdrukking komt.

<sup>3)</sup> „Wenn eine Unternehmung gegründet wird, dann erhält sie ein Geldkapital (Passivkapital), mit dem sie die erforderlichen Betriebseinrichtungen und -mittel (Aktivkapital) erwirbt. In diesem Augenblick ist der Wert der Unternehmung im ganzen gleich diesem Geld-(Anfangs)Kapital. Im allgemeinen ist dieser Wert auch noch gleich der Summe der aus dem Geldkapital erstmalig angeschafften Vermögensstücke. Denn der Gründung und erster Einrichtung liegt ja die kapitalistische Grundrechnung zugrunde, deren Glieder so abgestimmt sind, dass die kapitalistische, der Umsatz aus den veranschlagten Betriebseinrichtungen und —mitteln, sowie Gewinn und Rente in einem entsprechenden Verhältnis, zu einander stehen. In dieser Rechnung stellt das Kapital eben das dar, was die Unternehmung in diesem Augenblick im ganzen Wert ist. In ihr kommt zum Ausdruck, dass für das Kapital eine bestimmte Rente angesetzt ist, die es dem Kapital verlockend erscheinen lässt, in der Unternehmung in der angegebenen Weise verwendet zu werden”, t.a.p. blz. 202.



tot de oprichting het initiatief namen, uitgereikt. Zij beoogen slechts aan die initiatiefnemers de winst te verzekeren, die de onderneming boven het vereischte minimumrendement oplevert. De waarde van de onderneming wordt op grond van de kapitalisatie der verwachte winst bij voorbaat hooger gesteld dan de totale waarde van de uit het verkregen geldkapitaal aangeschafte vermogensbestanddeelen. Op de bezwaren, die aan deze wijze van kapitalisatie en financiering kleven, kan hier niet nader worden ingegaan.

Uitgaande van het minimaal vereischte rendement en van bepaalde winstverwachtingen kan men zooals we gezien hebben dus wel vaststellen, wat de onderneming op een gegeven moment waard is of anders uitgedrukt, bepalen, hoe groot haar opbrengstwaarde is. Die opbrengstwaarde ( $V_r$ ) kan worden voorgesteld door de formule:

$$V_r = \frac{p. O - K}{R_m}$$

waarin  $R_m$  het minimaal vereischte rendement voorstelt.

Indien de onderneming prospereert, zal  $V_r$  grooter zijn dan het in haar activa geïnvesteerde geldvermogen ( $V$ ) of tenminste daaraan gelijk. Er is dan uiteraard geen aanleiding voor financieele reorganisatie.

In het eerste geval verkeert de onderneming in een toestand van onderkapitalisatie, die het haar mogelijk zou maken om nieuw vermogen aan te trekken. Men kan hier spreken van de aanwezigheid van een expansiereserve. Deze reserve zal tot uiting komen in een noteering boven pari van de aandelen der onderneming.

### § 3. *De verhouding van vermogen, omzet, kosten en rente en de financieele reorganisatie.*

Anders wordt het geval, indien de verhouding tusschen de grootheden  $p. O$ ,  $K$  en  $R_m$  zich in ongunstigen zin wijzigt, dus indien  $p. O$  afneemt,  $K$  stijgt of  $R_m$  toeneemt. De waarde van de onderneming ( $V_r$ ) daalt dan beneden de geldswaarde <sup>1)</sup> van haar activa, zij kan zelfs negatief worden, nl. zoodra  $p. O < K$ . Het in de onderneming geïnvesteerde vermogen stemt dan niet meer overeen met de waarde, die de onderneming als inkomensdrager heeft. Maar dan staan de grootheden  $V$ ,  $K$ ,  $p. O$  en  $R_m$  ook niet meer tot elkaar in een „entsprechende” relatie, hetgeen dus tot uitdrukking komt in het feit, dat  $V_r < V$ .

In de balans zal de grootte van  $V_r$  in het algemeen niet tot uitdrukking komen. Slechts de aanschafwaarde c.q. de lagere vervangingswaarde der activa verschijnt op de balans.

Bij het ontbreken van voldoende rentabiliteit zien we niettemin bij het bestuur van verschillende ondernemingen een streven, de gelijkheid van  $V_r$  en  $V$  te handhaven. Men tracht dit te bereiken door het bedrag aan kosten ( $K$ ), dat tegenover de opbrengst moet worden geplaatst, te verkleinen. Men zal dit kunnen doen met de betrekking tot die kosten, welke niet binnen korten tijd tot uitgaven zullen leiden en waarvan de omvang van te voren moet worden geschat. In het algemeen zullen hiervoor de afschrijvingen in aanmerking komen. Practisch ziet men dan ook, dat de winst wordt bepaald zonder met afschrijvingen rekening te houden. Het bedrag dier afschrijvingen stelt men dan afhankelijk van de vraag hoeveel er van die aldus berekende winst overblijft bij uitkeering

<sup>1)</sup> Bedoeld is hier niet de aanschaffingsprijs, maar de vervangingswaarde. Gebrek aan prosperiteit uit zich in een daling van de rentabiliteitswaarde der onderneming beneden de vervangingswaarde der gezamenlijke activa.



van een als normaal noodzakelijk geacht dividend. De bepaling van de hoogte der afschrijvingen wordt aldus afhankelijk gesteld van de gevolgde dividendpolitiek <sup>1)</sup> Deze dividendpolitiek zal in het algemeen gericht zijn op de handhaving van  $V_r$  op zijn oorspronkelijk niveau, althans tenminste op de oorspronkelijke waarde van  $V$ . In schijn wordt dus een normale relatie tusschen  $V$ ,  $p$ ,  $O$ ,  $K$  en  $R$  gehandhaafd, in wezen is deze verhouding verstoord. De winst ( $p \cdot O - K$ ) wordt op een zoodanig niveau gehouden als met een normaal rendement over  $V$  in overeenstemming is. Deze laatste factor blijft op zijn oorspronkelijke grootte gehandhaafd, terwijl dan tevens de gelijkheid van  $V$  en  $V_r$  blijft bestaan. Het gevolg van deze politiek is een geflatteerde vermogenspositie. In vele ondernemingen zal een onbevredigend bedrijfsresultaat tot een onjuiste vermogenspositie leiden, als gevolg van het streven het gebrek aan rentabiliteit zoolang mogelijk te bedekken.

Indien de rentabiliteit in de toekomst verbetert, zal de verstoorde verhouding tusschen de betrokken grootheden zich weer herstellen. Het is dan ook op grond van deze verwachting, dat men tracht de ontbrekende rentabiliteit in ongunstige jaren zooveel mogelijk te camoufleren.

Omgekeerd kan de leiding van de onderneming in jaren van buitengewoon gunstige rentabiliteit trachten om de stijging van de waarde van  $V_k$  tegen te gaan en wel door vergroting van  $K$ , waardoor het gunstige verschil van  $p \cdot O$  en  $K$  wordt verkleind. Door deze manipulatie met  $K$  wordt dus de „entsprechende” verhouding tusschen de grootheden  $V$ ,  $K$  en  $P \cdot O$  en  $R$ , althans naar buiten, gehandhaafd, onafhankelijk van de conjunctuur, die de tendentie vertoont, deze verhouding nu eens in gunstigen, dan weer in ongunstigen zin te verstoren. Afgezien van de bezwaren, die men tegen deze geheime reserveeringspolitiek zou kunnen aanvoeren, heeft zij deze verdienste, dat zij de leiding in staat stelt, den invloed van de conjunctuur op het financieel rendement van het in het bedrijf geïnvesteerde vermogen, dus op het rendement voor de geldgevers, te neutraliseeren. Dat hiervan een stabiliseerende invloed op het algemeen conjunctuurverloop zal kunnen uitgaan, mits deze politiek op voldoende omvangrijke schaal zou worden toegepast, kan niet worden ontkend. Het anticiperen op een gunstiger rentabiliteit in de toekomst blijft echter nooit zonder bezwaar, omdat men niet weet, of en wanneer voor de onderneming gunstiger tijden zullen aanbreken.

De bedoeling van de reorganisatie is nu, zooals gezegd, op de eerste plaats de verhouding tusschen omzet, kosten, rendement en vermogen te herstellen.

Het geval kan zich voordoen, dat het bereikte bedrijfsresultaat niet in overeenstemming is met de grootte van het geïnvesteerde vermogen. De mogelijkheid bestaat echter, dat zij met een kleiner vermogen toegerust, een gunstige rentabiliteit zal kunnen bereiken. Het op grond van het te verwachten bedrijfsresultaat bepaalde vermogen ( $V_r$ ) is kleiner dan het bedrag, dat in de kapitaalgoederen van de onderneming is geïnvesteerd ( $V$ ). In dit geval kan als er geen verliezen zijn geleden, het herstel van het evenwicht tusschen  $V_r$  en  $V$  gepaard gaan met terugbetaling van een deel van het geïnvesteerde vermogen. Dit is wel de eenvoudigste vorm van financieele reorganisatie. De onderneming past zich aan de verkleinde rentabiliteitsmogelijkheid aan en stelt haar geldgevers in staat voor het overtollige vermogen gunstiger aanwendingsrichtingen te kiezen. Men zou hier kunnen spreken van consolidatie-reorganisaties. Het is duidelijk, dat de liquidi-

<sup>1)</sup> Rieger: Einführung in die Privatwirtschaftslehre wijst eveneens op dit verschijnsel.



teitspositie van de onderneming deze afstooting van vermogen moet toelaten. Er moet m.a.w. een overliquide positie zijn. De onderneming, die erin geslaagd is haar voorraden in de depressie-periode zonder groote verliezen te liquideeren of die over voldoende reserves beschikte om die verliezen op te vangen, zal zich gewoonlijk in deze positie bevinden, vooropgesteld in dit laatste geval, dat de reserves niet in bedrijfskapitaal zijn geïnvesteerd. Tot een dergelijke reorganisatie zal uiteraard eerst besloten worden, indien de leiding van de onderneming van oordeel is, dat binnen afzienbaren tijd het bedrijf in zijn huidige omvang niet in staat is een bevredigend rendement te verwerven.

Het geval ligt geheel anders indien zooals in het voorgaande beschreven door de leiding gedurende voorafgaande jaren gepoogd werd een ongunstige rentabiliteitspositie of zelfs een verliespositie te bemantelen en naar buiten den schijn van een bevredigenden gang van zaken te handhaven. In dat geval komt de ongunstige rentabiliteit tot uitdrukking in een onjuiste balanspositie. Herstel van de balanspositie is nu allereerst noodig. Dit zou beteekenen een terugbrengen van de grootte van V tot den omvang van Vr.

Hoe groot is echter Vr? Dat hangt van het te verwachten rendement af. Geschat zal dus moeten worden tot welk niveau het rendement zal kunnen worden hersteld. De kapitalisatie van dit geschatte rendement moet leiden tot een bedrag, waartoe V kan worden teruggebracht. Het reduceeren van V kan slechts geschieden tot het bedrag, dat de onderneming bij liquidatie kan opleveren. Wij hebben hierop reeds gewezen in onze algemeene beschouwingen over reorganisatie en continuïteit.<sup>1)</sup>

Onder de gegeven verhoudingen zal dus in het algemeen vermindering van het bedrag, waarvoor het vermogen te boek staat noodig zijn, echter thans zonder terugbetaling. De vraag, ten laste van welke groepen van geldgevers deze reductie moet plaats hebben, kan hier onbesproken blijven, althans voorloopig.<sup>2)</sup> Het gaat er hier slechts om, welke algemeene consequenties het noodzakelijke herstel van de normale verhouding tusschen vermogen en rendement heeft<sup>3)</sup>.

Indien de onderneming om in schijn een normale rentabiliteit te handhaven, ook in ongunstige tijden winst is blijven uitkeeren, zullen de gevolgen hiervan niet tot de noodzakelijkheid van reductie van het vermogen beperkt blijven. De uitkeering van dividend heeft middelen aan het bedrijf onttrokken, die niet als winst mochten worden beschouwd. In de eerste plaats zal die uitkeering zijn geschied ten laste van de middelen, die voor vernieuwing beschikbaar hadden moeten blijven. Ook kan men de middelen voor divi-

<sup>1)</sup> Vgl. Hoofdstuk VII blz. 93 e.v.

<sup>2)</sup> Het is in verband hiermee van belang de aandacht te vestigen op een foutieve redeneering, die bij de beoordeeling van het toekomstige rendement zou kunnen worden toegepast. Men zou kunnen meenen, dat de toekomstige rentabiliteit afhankelijk zou zijn van de mate, waarin de waarde van de duurzame activa ter bereiking van de gewenschte grootte van V zou moeten worden gereduceerd, of anders gezegd, dat een reductie van de waarde van die activa, omdat er in de toekomst nu minder zou kunnen worden afgeschreven, zou leiden tot een vergrooting van de toekomstige winst. Deze gedachten-gang zou er toe kunnen leiden, de reductie van V bij voorkeur ten laste van de duurzame activa te brengen. Dat is onjuist. De toekomstige rentabiliteit moet worden begroot op basis van normale afschrijvingen. De reductie van V moet ten koste van de gezamenlijke activa worden gebracht. Het rendement kan door die reductie niet verbeteren, onverschillig ten laste van welke activa men haar brengt.

Iets anders is natuurlijk, dat vaak de boekwaarde van de duurzame activa te hoog zal zijn, omdat men in de voorafgaande jaren de noodzakelijke afschrijvingen daarop heeft nagelaten.

<sup>3)</sup> We komen hierop nader terug in Hoofdstuk IX.



denduitkeering hebben gevonden door benutten van in de onderneming tijdelijk nog aanwezige credietcapaciteit. Echter zal als consequentie van de gevoerde dividend-politiek nu of later aantrekking van nieuw vermogen noodzakelijk zijn. Dezelfde situatie kan zich uiteraard ook voordoen in het geval, dat de onderneming in de voorafgaande jaren belangrijke verliezen heeft geleden, waardoor het voor de uitoefening van het bedrijf beschikbare vermogen werd verminderd.

De verhouding van kosten en omzet moet na de reorganisatie zoo zijn, dat over het nieuwe vermogen ten minste een normaal rendement kan worden verkregen. <sup>1)</sup>

#### § 4. *Financieele reorganisatie als middel tot saneering van de liquiditeit.*

In het voorgaande hebben we de reorganisatie als saneering van de verhouding tusschen kosten, omzet, winst en vermogen beschouwd. Thans moeten we de aandacht vragen voor de reorganisatie als saneering van de liquiditeit.

In hoofdstuk III hebben we liquiditeit gedefinieerd als het evenwicht tusschen de uitzettingen en contracties van de koopkracht in de kapitaalgoederen der onderneming

<sup>1)</sup> Men zou dus kunnen zeggen, dat de omvang, waarin het oude vermogen moet worden gereduceerd, afhankelijk is van twee grootheden, nl. de gekapitaliseerde waarde van het toekomstige rendement, de nieuwe waarde van Vr. en de grootte van het vermogen. Het verschil tusschen beide is de vermogenswaarde van het bestaande complex van activa. Deze uitkomst herinnert aan een der conclusies, waartoe N. J. Polak komt in zijn studie: Waardeerings- en balansproblemen, opgenomen in Bedr. ec. studiën, Haarlem 1932, eerder verschenen in de Economist, jrg. 1924.

„In de meeste bedrijven evenwel kunnen de duurzame productiemiddelen niet op zichzelf worden geëxploiteerd, maar zijn zij met andere duurzame productiemiddelen complementair verbonden. Zonder de aanwezigheid van een evenredig aantal machines voor voor- en nabewerkingen, zonder gebouwen, opslagplaatsen, transportmiddelen, zonder drijfkrachtinstallaties kan een enkele machine niets presteeren. Ook gelijksoortige werktuigen zijn vaak complementair verbonden, omdat het bedrijf op kleinere schaal onvoordeelig zou werken en dus ieder van de rij werktuigen op zichzelf als „Schlusstück“ kan worden beschouwd. Valt in zulk een geval een enkel duurzaam productiemiddel weg, dan wordt de exploitatie der overige belemmerd en staat de onderneming voor de keus: vervanging van het weggevallen activum of geheele of gedeeltelijke liquidatie van het bedrijf.

Lichten wij dit met eenige cijfers toe. Een scheepvaartonderneming, die een geregelde lijn exploiteert, welke niet met minder dan vijf schepen kan worden onderhouden, schat toekomstige vrachtopbrengst en exploitatiekosten dusdanig, dat zij aan haar vijf volkomen gelijke schepen een gezamenlijke waarde van 5 miljoen gulden toekent. Eén schip gaat verloren en is slechts tegen betaling van 1½ miljoen gulden te vervangen. Was onze onderneming een tramrederij, die even goed vier als vijf schepen kon exploiteeren, dan zou zij van vervanging afzien, omdat de vervangingswaarde haar waardeering te boven gaat. Maar bij onze geregelde lijn zijn de vijf schepen complementair verbonden, bestaat slechts de keus tusschen vervanging van het eene of liquidatie van de vier overige schepen. Vervangt zij het eene schip voor 1½ miljoen gulden, dan volgt hieruit voor de vier overige een gezamenlijke waarde van 3½ miljoen; als de vervreemdingswaarde dier vier schepen beneden dat bedrag is, zal de dure vervanging plaats vinden. Al waardeert de onderneming het schip, op zichzelf beschouwd, veel lager, toch besteedt zij den hooger prijs. Het gevolg daarvan is evenwel, dat op of omtrent het tijdstip, waarop zulk een dure vervanging noodzakelijk wordt, aan de overige schepen slechts een geringere waarde kan worden toegerekend.”

De schrijver vergeet hier, dat de opbrengstwaarde van een groep van schepen of in het algemeen van een bepaald complex van activa in de bedrijfshuishouding niet te bepalen is. Aan de hand van de toekomstige opbrengst harer producten kan alleen de opbrengstwaarde van het totale kapitaalgoederencomplex, dus de waarde van de geheele onderneming als zelfstandige inkomensdrager worden bepaald. In het vraagstuk, dat ons in deze studie bezig houdt, hebben we echter alleen daarmee te maken.



opgesloten en de door opnamemogelijkheid en terugbetalingsverplichting bepaalde uitzettingen en contracties in het geïnvesteerde vermogen. <sup>1)</sup>

De verstoringen in de relatie tusschen kosten en omzet zullen ook tot verstoring van de liquiditeit kunnen leiden. Op den duur zal het onmogelijk blijken, de liquiditeit te handhaven.

Indien de grootheid p. O uit onze formule kleiner is dan K, zal bij financiering van het productie-proces met eigen vermogen, d.w.z. vermogen, dat voor onbepaalden duur aan de onderneming is toevertrouwd, de handhaving der liquiditeit afhankelijk zijn van de mogelijkheid van opname van nieuw vermogen. Die opname-mogelijkheid zal uiteraard beperkt zijn en practisch alleen bestaan, indien men erin slaagt, de relatie tusschen p. O en K te verbeteren.

De mogelijkheid tot het opnemen van nieuw vermogen ter handhaving van de liquiditeit komt niet steeds onmiddellijk aan de orde.

Het is van belang om hier op het voorbeeld van Schmidt onderscheid te maken tusschen bedrijfshandhaving op korten termijn (Kurzfristige Betriebserhaltung) en duurzame bedrijfshandhaving (Dauererhaltung). <sup>2)</sup>

Voor „kurzfristige Erhaltung der Produktionskraft” is volgens Schmidt een „mindest Kostenersatz” noodzakelijk, die de volgende bestanddeelen bevat: loonen en salarissen (incl. loon voor den ondernemer), materiaalkosten, rente over vreemd vermogen (indien aanwezig) en risicopremies voor schaden, waarvan het herstel direct noodzakelijk is. Is geen vreemd vermogen aanwezig, dan zal de rente uit de door Schmidt gegeven enumeratie wegvallen; indien echter met vreemd vermogen is gefinancierd, zal niet alleen de rente daarover, maar ook de aflossing moeten worden opgenomen.

Bij financiering met eigen vermogen kan dus geruimen tijd doorgewerkt worden, voordat liquiditeitsverstoring optreedt, mits slechts de opbrengst van het product aan het bovengenoemde kostminimum gelijk is. Op den duur zal in dit geval de liquiditeit alleen gehandhaafd kunnen worden, voorzover het mogelijk is, nieuw vermogen op te nemen met behulp waarvan dan de niet uit de opbrengst van het productie-proces te vervangen productiemiddelen kunnen worden vernieuwd.

De handhaving van de liquiditeit op deze wijze beteekent eigenlijk geen Dauererhaltung van het bedrijf, zooals gemakkelijk valt in te zien. Immers de productieve kracht van het bedrijf gaat te niet, zonder dat uit de opbrengst van het productieproces herstel daarvan mogelijk is. De mogelijkheid nieuw crediet op te nemen, beteekent aantrekking van nieuwe productieve kracht uit den maatschappelijken voorraad zonder dat het bedrijf zich uit zijn eigen productieproces een titel daarop heeft kunnen verschaffen. Hier is dus sprake van onrendabele en dus in zeker opzicht oneconomische aanwending van productief vermogen, dus van „Kapitalfehleitung”.

In hoeverre de onderneming dus haar liquiditeit kan handhaven en daardoor haar

<sup>1)</sup> Vgl. blz. 31/32.

<sup>2)</sup> Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1937, Heft 1 en 1941 Heft. 1. Schmidt onderscheidt hier drie soorten van „Betriebserhaltung”, de „Kurzfristige Betriebserhaltung”, de „Lebensnotwendige Dauererhaltung” en de „Fortschrittsicherende Dauererhaltung”. De laatste vorm heeft voor de handhaving van de liquiditeit in den zin, waarin zij dat begrip hebben omschreven, geen beteeckenis.



productieproces intact zal kunnen houden, berust op de vraag in hoeverre haar de mogelijkheid nieuwe middelen naar zich toe te trekken, gebleven is. <sup>1)</sup> <sup>2)</sup>

Indien de onderneming voor een deel haar productieprocessen met vreemd vermogen heeft gefinancierd, vermogen dus ten aanzien waarvan een terugbetalingsverplichting bestaat, kan de omstandigheid, dat de kosten door de opbrengst niet geheel worden goedgeemaakt, onmiddellijk tot versterking van de liquiditeitspositie leiden. Immers voor zoover het productieproces met vreemd vermogen is gefinancierd, zullen de middelen, welke daaruit vrij komen, onmiddellijk moeten worden aangewend tot terugbetaling van dit vermogen. Aangenomen wordt daarbij vanzelfsprekend, dat bij den oorspronkelijken financieelen opzet evenwicht bestaat tusschen de termijnen waarvoor het vermogen was benodigd en de termijnen, waarop het werd verkregen. De mogelijkheid bestaat niettemin, dat de onderneming er nog gedurende zekeren tijd in slaagt haar liquiditeitspositie te handhaven. Zelfs is het niet onmogelijk — we hebben er in het voorgaande reeds op gewezen — dat zij de rentabiliteit voor haar vermogen eveneens intact houdt. De middelen die zij hiertoe kan aanwenden, zijn verschillend.

In de eerste plaats kan de onderneming gebruik maken van de aanwezigheid van z.g. reserve- en regulatie-activa <sup>3)</sup>, zooals kasmiddelen en activa, die onmiddellijk en practisch zonder verlies in kasmiddelen kunnen worden omgezet als geldleeningen on call, prima bankaccepten en schatkistpapier. De beteekenis van deze activa, die men in het productieproces niet noodig heeft, ligt juist hierin, dat zij de mogelijkheid openen, tijdelijke liquiditeitsverstoringen te ondervangen. <sup>4)</sup>

De aanwezigheid van z.g. converteerbare goederen maakt een beroep op de bank

<sup>1)</sup> B. H. de Jongh merkt op in zijn openbare les: De invloed van het depressieverschijnsel op de onderneming Roermond '26 blz. 20 op, dat de N.V. hier in een belangrijk ongunstiger positie verkeert, vergeleken met de persoonlijke onderneming. De mogelijkheid van de laatste om via het privé-vermogen van den eigenaar of diens persoonlijke relaties nieuwe middelen te verkrijgen, acht hij belangrijk groter dan die, welke de N.V., die een beroep op de vermogensmarkt zal moeten doen, bezit. De schrijver geeft den indruk, dat hij hierin een voordeel van den persoonlijken ondernemingsvorm ziet. Een nadeel hiervan is o.i., dat juist hierdoor een onjuiste vermogensinvestatie gedurende langen tijd gecontinueerd kan worden.

Volgens de Jongh heeft de N.V. hier een tegenwicht in de mogelijkheid reserves te vormen. De N.V. is gebleken een goed spaarder te zijn, merkt hij op blz. 23 van zijn geschrift op. Die reservevorming schept echter ook de mogelijkheid een economisch irrationeële investering van vermogen — een „Kapitalfehlleitung“, zooals de Deutsche literatuur het uitdrukt — te handhaven.

<sup>2)</sup> Erich Schiff wijst op het feit, dat een dergelijke financiering van een verliesgevende onderneming een voortzetten van een verbruik beteekent, dat met de noodzakelijke kapitaalproductie niet verenigbaar is. „Die Heranziehung des Geldkapitales zur Kompensation des Verlustes ermöglicht also die vorläufige, unveränderte Fortführung eines Konsums, den die Kapitalreproduktion an einer bestimmten Stelle nicht zu tragen vermag: es wird Konsum aus dem Kapital finanziert.“

E. Schiff, Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf, verschenen als No. 4 in Beiträge zur Konjunkturforschung, Wien 1933, blz. 43.

<sup>3)</sup> Vgl. P. P. van Berkum: Liquiditeit in de productie-onderneming, Inaug. rede Tilburg 1939.

<sup>4)</sup> Men zou hier van liquiditeitsreserves kunnen spreken. De term reserves wordt in dit verband echter in de literatuur gewoonlijk slechts m.b.t. de liquide middelen der banken gebezigd. Wij spreken hier bij voorkeur van reserve-activa. Het onderscheid, dat Van Ketel maakt tusschen reserve en regulatie-activa lijkt ons niet essentieel. Het gaat hier toch om het opvangen van in het algemeen onvoorzienbare liquiditeitsverstoringen. Het aanhouden van activa voor voorzienbare fluctuaties in de vermogensbehoefte is in het algemeen onjuist. Het zou, tenzij het geïnvesteerde vermogen niet elders aanwendbaar is, verspilling beteekenen.



mogelijk. Onder converteerbare goederen verstaan we die goederen, die zooals met wereld-stapelproducten het geval is, een algemeene marktnoteering hebben. De waarde, waartegen zij kunnen worden verhandeld, wordt dagelijks op min of meer objectieve wijze vastgesteld. De bank kan ze om die reden als onderpand van door haar te verleenen voorschotten bezigen en behoeft zich dus om de wijze van aanwending van het crediet niet te bekommeren. Ook die converteerbare goederen kunnen een middel vormen tot herstel van liquiditeit, evenals de hierboven genoemde regulatie-activa.

Ten slotte kan de liquiditeit tijdelijk worden gehandhaafd of anders gezegd kunnen liquiditeitsstoringen tijdelijk worden opgeheven door het uittrekken van de termijnen van het leverancierscrediet. Dit beteekent eigenlijk weer een benutten van nog aanwezige credietcapaciteit. De onderneming heeft in het algemeen bij haar vaste relaties een zekere erkende credietwaardigheid, die het haar mogelijk zal maken tijdelijk in grooter omvang en tot langer termijn van leverancierscrediet gebruik te maken dan in de betreffende branche usantieel is. <sup>1)</sup>

Op den duur moeten echter ernstige liquiditeitsverstoringen intreden. De werking van de hier geschetste invloeden is uiteraard slechts tijdelijk en beperkt. Men zal daardoor niet in staat zijn het, ten gevolge van het voldoen aan bestaande terugbetalingsverplichtingen, wegvloeiende vermogen te vervangen.

Ook in deze gevallen zal de reorganisatie allereerst beoogen een herstel van de normale verhouding tusschen omzet, kosten en vermogen. Maar hier zal meer noodig zijn. De rentebetalingen- en aflossingsverplichtingen, welke het vreemde vermogen met zich brengt, eischen regelmatige onttrekking van middelen aan het bedrijf.

Ook het voortgaan, ondanks het feit, dat geen winst gemaakt werd met het doen van uitkeeringen aan aandeelhouders en andere deelgerechtigden beteekende vermindering van de in de onderneming aanwezige liquide middelen. We hebben gezien, hoe wellicht aan de dientengevolge noodzakelijkerwijze optredende liquiditeitsverstoringen tijdelijk het hoofd kan worden geboden. Op den duur is dit echter niet mogelijk. De financieele reorganisatie zal dus hier ook maatregelen moeten omvatten voor een meer duurzaam herstel van de liquiditeit.

De aantrekking van nieuw vermogen zal echter zooals we hebben gezien, in de eerste plaats afhankelijk zijn van het herstel van de normale relatie tusschen omzet, kosten en vermogen. Dit blijft dus steeds het eerste doel van elke reorganisatie. Hierdoor wordt ook de credietcapaciteit van de onderneming hersteld. Slechts als zij een normale rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen in uitzicht kan stellen, kan zij vermogen tot zich trekken.

#### § 5. *Het aantrekken van nieuw vermogen; tweërlei functie van het nieuwe vermogen.*

Het nieuwe vermogen zal de onderneming in de eerste plaats in staat moeten stellen, de uitgestelde betalingsverplichtingen na te komen. Het zal echter tevens noodig zijn om de reeds uitgestelde of in de naaste toekomst vereischte vernieuwingen van het productie-apparaat te kunnen financieren.

Hieruit volgt, dat in plaats van de aantrekking van nieuw vermogen ook opschorting

<sup>1)</sup> Sandig spreekt van „anerkannte Kreditfähigkeit“. „Der Kredit der Unternehmung ist ihre anerkannte Fähigkeit zur Verwaltung und Erhaltung fremden Kapitals.“

C. Sandig: Finanzierung mit Fremdkapital. Stuttgart 1930. I B. blz. 2 e.v.



of tenietdoen van terugbetalingsverplichtingen plaats kan vinden en wel door vervanging van direct opeischbare verplichtingen door vermogen, dat voor langeren of zelfs onbepaalden tijd aan de onderneming toevertrouwd wordt. Crediteuren op korten termijn bewilligen er in dat geval in, dat hun vorderingen worden betaald met nieuw uitgegeven aandelen of obligaties. Het belang, dat bepaalde crediteuren hebben bij het voortbestaan van de onderneming maakt deze oplossing in vele gevallen zeer wel mogelijk. \*

In de eerste plaats moet hier worden gedacht aan de schuldeischers, die leveranciers van de betrokken onderneming zijn. Het verlies van een afnemer vooral als het een groote afnemer is, weegt hun veelal zwaarder dan het voor onbepaalden tijd uitstellen van een vordering. Ook de bank, die de onderneming in voorafgaande jaren heeft gefinancierd, is veelal in de positie van een crediteur, die meer belang heeft bij voortzetting van de onderneming dan bij haar liquidatie. De uitreiking van aandelen ter voldoening van vorderingen wegens achterstallig cumulatief preferent dividend behoort eveneens in het kader van de maatregelen, die ten doel hebben, bestaande verplichtingen teniet te doen of voor onbepaalden tijd op te schorten.

De wijze, waarop deze maatregelen in bepaalde gevallen worden uitgevoerd en de belangencontroversen, die hierbij vaak te overwinnen zijn, blijven hier onbesproken. Wij vermelden ze slechts om aan te toonen, dat het herstel van de verstoorde liquiditeit niet steeds het aantrekken van nieuw vermogen noodig maakt, maar in vele gevallen in belangrijke mate eischt de vervanging van bestaande vermogenscomponenten door andere, die aan de liquiditeitseischen beter beantwoorden.

Het verschijnsel der financieele reorganisatie doet zich op verschillende wijzen en in velerlei vorm voor, vormen, die bepaald worden door de velerlei rechten en belangen, die met de reorganisatie gemoeid zijn. Steeds zal zij echter gericht moeten zijn op het herstel van een normale relatie tusschen omzet, kosten en vermogen, d.w.z. op herstel van een normale rentabiliteit van het geïnvesteerde vermogen en bovendien op het herstel van het evenwicht tusschen de behoefte aan vermogen, die door het productieproces wordt bepaald en de mate, waarin door de onderneming over dit vermogen kan worden beschikt. \*

*Lee: Opgevoerd is  
liquiditeit*



## HOOFDSTUK IX

### HET VRAAGSTUK VAN DE VERDEELING VAN VOORDEELEN EN LASTEN AAN DE REORGANISATIE VERBONDEN

§ 1. *Financieele structuur en financieel beheer als middelen tot versterking van het weerstandsvermogen vergeleken met financieele reorganisatie.*

Doelmatige financieele opzet en goede organisatie zijn belangrijke voorwaarden voor de onderneming om zich ook in moeilijke tijden te kunnen handhaven. Vrij algemeen heerscht de overtuiging, dat een bepaalde financieele structuur in het bijzonder een, waarbij in belangrijke mate van vreemd vermogen werd gebruik gemaakt, de voornaamste oorzaak zou zijn voor het optreden van een financieele déconfiture.

Het door ons ingestelde onderzoek heeft die meening niet bevestigd. Het beheer van de onderneming, in het bijzonder ook de zorg voor reserves en vooral reserve-activa, was zeker niet minder belangrijk.

Het weerstandsvermogen van de persoonlijke onderneming was behalve van een rationeel beheer voornamelijk afhankelijk van de financieele capaciteit van den eigenaar. In de onpersoonlijke onderneming steunt het weerstandsvermogen, voorzover het van de financieele structuur afhangt, voornamelijk op de voorwaarde, waarop crediet werd verkregen en op de mogelijkheid alsnog middelen te verwerven. De onderneming nu is krachtens haar aard aangewezen op vermogensverschaffers, die zich niet duurzaam aan een bepaalde onderneming kunnen binden en het ook niet wenschen te doen. Dit heeft tweeelei gevolg, nl. in de eerste plaats, dat bij de vermogensverschaffers veelal de oogenblikkelijke uitkeering van gemaakte winsten gaat boven het duurzaam voortbestaan van de onderneming en vervolgens dat zij niet dan noodgedwongen bereid zullen zijn, zich extra offers te getroosten als de onderneming in moeilijkheden is geraakt. Degenen die de feitelijke macht in de onderneming uitoefenen, het bestuur en de betrekkelijk kleine groep van groot-aandeelhouders, hebben dientengevolge geen andere mogelijkheid het weerstandsvermogen van de onderneming te versterken dan door reserveering van gevormde winsten. Veelal zal deze reserveering geheime reserveering moeten zijn. Meer dan tot nu toe zal in de kringen van de ondernemers er naar gestreefd moeten worden deze reserveeringen ook werkelijk in het belang van den noodigen weerstand effectief te maken. Dit kan gebeuren door de ingehouden middelen in stede van voor expansiedoeleinden aan te wenden, buiten het bedrijf in gemakkelijk realiseerbare activa te beleggen.

In verband met hetgeen in een der voorgaande hoofdstukken is opgemerkt, zal het ook duidelijk zijn, waarom bij geleidelijke uitbreiding de onderneming ook gemakkelijker tot inkrimping van de productie en afstooting van overtollige capaciteit kan overgaan, indien dit in jaren van ongunstige bedrijfsconjunctuur gewenscht mocht blijken.

Het streven, de onderneming ook bij een technische organisatie, waarbij een groote



plaats aan de duurzame productiemiddelen moet worden toegekend, minder kwetsbaar te maken, beteekent noch voor de bij die onderneming betrokken geldgevers, noch voor andere winstgerechtigden bijzondere offers. <sup>1)</sup>

Het streven naar versterking van het weerstandsvermogen vergt tot op zekere hoogte wel offers van de winstgerechtigden. Tot op zekere hoogte, omdat op zichzelf beschouwd de geldgevers nog geen offer brengen, als zij minder vergoeding ontvangen dan de gemaakte winsten in eenig jaar zouden toelaten. <sup>2)</sup> Een financieele politiek, die gericht is op versterking van het weerstandsvermogen van de onderneming zal er toe leiden, dat althans in winstgevende jaren de revenuen niet ten volle worden uitgedeeld. Het is dus van belang een vergelijking te treffen tusschen de consequenties, die een dergelijke politiek voor de winstgerechtigden heeft met de nadeelen, die een reorganisatie of liquidatie voor hen met zich brengt. Een onderneming, die regelmatig haar winsten uitkeert en verdeelt volgens het statutaire schema zal in goede jaren meer dan normale dividenden en tantièmes beschikbaar stellen. Hetzelfde geldt ook voor de onderneming, die een politiek van dividendstabilisatie volgt. Over een geheele reeks van goede en slechte jaren toch zal deze onderneming eveneens de geheele winst uitkeeren.

De onderneming, die een deel van de gemaakte winst bestemt voor versterking van haar weerstandsvermogen, zal minder rendabel zijn, maar zij loopt minder kans, dat zij in ongunstige jaren van haar geldgevers een bijzonder offer zal moeten vragen. Abnormaal hooge winsten zijn veelal een bewijs, dat de verhoudingen in den betrokken bedrijfstak zich nog niet hebben gestabiliseerd. <sup>3)</sup> Onder deze verhoudingen zijn eveneens groote verlieskansen aanwezig. Het uitdeelen van de gemaakte winsten is dus niet zonder gevaar. Maar men bezweert dit gevaar echter niet door de winsten te reserveeren en de gevormde reserve voor expansie aan te wenden. Een grootere omzichtigheid bij het tot uitkeering brengen van winsten had waarschijnlijk in vele gevallen een financieele déconfiture kunnen voorkomen. Het is niet van te voren te zeggen, of een dergelijke politiek voor de aandeelhouders voordeliger zou zijn geweest. Dit hangt af van de mate, waarin bij het nalaten van reserve-vorming de uitgekeerde winsten een normale rentevergoeding hebben overtroffen enerzijds en de mate, waarin in dat geval hun vermogen bij reorganisatie moest worden verkleind anderzijds. Of anders uitgedrukt, de mogelijkheid bestaat, dat gezien de hooge dividenden in gunstige jaren, de positie voor de aandeelhouders ondanks reorganisatie niet slechter is geweest, dan wanneer de onderneming door winstreserveering haar positie had verstevigd en daardoor reorganisatie had weten te voorkomen. Het bezwaar van een financieele reorganisatie in een dergelijk geval is echter, dat deze veelal niet zal zijn uit te voeren, zonder dat ook offers gevraagd worden van hen, die *niet* van de hooge winsten in het verleden hebben geprofiteerd. We denken in de eerste plaats aan preferente aandeelhouders, die niet meer hebben ontvangen dan hun voorkeursdividend en aan obligatiehouders, wien slechts een tevoren vastgesteld rentepercentage werd vergoed.

<sup>1)</sup> In hoeverre het de positie van de arbeiders meer kwetsbaar maakt, moet in het kader van deze verhandeling buiten beschouwing gelaten worden. In ieder geval kunnen in het belang van de arbeiders de noodige voorzieningen getroffen worden.

<sup>2)</sup> Evenmin kunnen bestuurders geacht worden een offer te brengen, indien hun tantième blijft beneden het bedrag, dat zij bij volledige uitdeeling van de winst zouden hebben getoucheerd, mits hun totale beloning niet beneden zekere grenzen daalt.

<sup>3)</sup> In een dynamische maatschappij kunnen dergelijke toestanden uiteraard telkens weer optreden.



De voorwaarden, waaronder op deze geldgevers een beroep wordt gedaan, zijn zoodanig, dat zij geen belangrijk ondernemersrisico op zich kunnen nemen. Bovendien gaat het hier in het algemeen om spaarders, die geen groote onzekerheden ten aanzien van hun inkomen kunnen dragen.

Een offer kan voorts worden verlangd van leveranciers of bankier. Van den leverancier kan gezegd worden, dat hij in gunstige jaren ook van den goeden gang van zaken in het bedrijf van zijn afnemers heeft geprofiteerd. Niettemin brengt de aard van zijn relatie niet met zich, dat hij in de risico's van het bedrijf van zijn afnemers participeert. Reorganisaties, waarin ook de leveranciers betrokken moeten worden, beteekenen gewoonlijk, dat het betrokken bedrijf in een toestand van afhankelijkheid van zijn leveranciers geraakt. Het gebeurt dan zelfs wel, dat de leverancier de reorganisatie aangrijpt als middel om zich verstrekken invloed in het bedrijf van zijn afnemer te verzekeren. Dit zal dan weer een nadeel kunnen beteekenen voor de overige deelhebbers in die onderneming. Soortgelijke overwegingen gelden ook voor den bankier. Een normale bankverbinding houdt evenmin een deelnemen in de risico's van de gefinancierde onderneming in. Wanneer desondanks de bank zich genoodzaakt ziet haar medewerking aan het tot stand brengen van reorganisatie te verleenen op een wijze, die ook van haar financieele offers vraagt, wordt niet alleen zij benadeeld, maar ook de reorganiseerende onderneming, die in een afhankelijke positie ten opzichte van de bank zal komen.

Ook nog in een ander opzicht is de reorganisatie in het nadeel, vergeleken met een reserve-politiek, die de aan aandeelhouders en andere belanghebbenden toekomende winsten verkleint. De kans toch is groot dat de oude aandeelhouders wier bezit geheel of gedeeltelijk wordt afgestempeld, een onevenredig groot offer te dragen krijgen. Dit zal vooral het geval zijn, indien nieuw vermogen moet worden aangetrokken. De eischen, die de nieuwe geldgevers stellen, zullen er toe leiden, dat de rechten van de oude aandeelhouders sterk moeten worden beknot. De aandeelhouders, althans zij die meer duurzaam in de onderneming blijven geïnteresseerd, hebben dus belang bij een op verhooging van het weerstandsvermogen van hun onderneming gerichte politiek. Kort samengevat zou men dus kunnen zeggen: de financieele politiek, die ten doel heeft door vorming van reserves de weerstandskracht van de onderneming te versterken, raakt in hoofdzaak de belangen van dividend-gerechtigden en tantiëmisten, reorganisatie kan ook andere geldgevers treffen, terwijl ze bovendien de belangen van eerstgenoemde categorieën gevoeliger treft.

Reorganisatie zal voorts altijd een belangrijke verzwakking van de credietwaardigheid van de onderneming tengevolge hebben. In het algemeen zullen dus de nadeelen van een politiek, die op versterking van de financieele structuur van de onderneming gericht is, niet opwegen tegen die, welke met reorganisatie verbonden zijn. Het weerstandsvermogen van de onderneming is zooals we gezien hebben bij gegeven externe economische verhoudingen en een doelmatige structuur harer interne organisatie afhankelijk van:

- 1e. haar financieele structuur, de samenstelling van haar vermogen;
- 2e. de mate, waarin zij in staat is haar productie proces aan veranderingen in de bovenbedoelde verhoudingen aan te passen;
- 3e. den omvang, waarin zij in staat is met handhaving van een zekere minimum-rentabiliteit haar reserves te versterken en op een bepaald niveau te houden. De omvang van die reserves is op zijn beurt weer afhankelijk van de beide andere factoren. Hierin



vindt de reserve-politiek dan ook haar grenzen, zooals nader in de hoofdstukken IV en VI uiteengezet.

In hoofdstuk VII hebben we bij de behandeling van de economische beteekenis der financieele reorganisatie de voordeelen van dezen maatregel boven liquidatie besproken. De grenzen waarbinnen financieele reorganisatie economisch rationeel is, werden daarbij aangegeven. We zouden onze daar geformuleerde conclusies nu aldus kunnen aanvullen, dat bij de beoordeeling, of voortzetting van het bedrijf rationeel is, ook rekening zal moeten worden gehouden met de vraag, of de onderneming in staat is de noodzakelijke minimumrentabiliteit te handhaven met inachtneming van haar verplichting, voor instandhouding of aanvulling van haar reserves te zorgen. Staat eenmaal de noodzakelijkheid van reorganisatie vast, is dus uitgemaakt, dat reorganisatie economisch rationeel is, dan moet worden getracht de onderneming een zoodanige financieele structuur te geven dat haar voortbestaan in de toekomst, ook in ongunstige tijden, zooveel mogelijk is verzekerd. Dit is het bedrijfseconomisch aspect van het reorganisatie-vraagstuk.

Over de bepaling van de grootte van het vermogen na reorganisatie spraken we reeds in hoofdstuk VII. In het algemeen kan worden gezegd, dat de grootte van het vermogen aldus moet worden gekozen, of beter gezegd, moet worden hersteld, dat een economisch rationeele verhouding tusschen vermogen en winst wordt verkregen. Deze eisch doet zich niet alleen voor bij reorganisatie maar ook bij oprichting of uitbreiding van ondernemingen. Met name de vrees voor een te groote kapitaalreductie kan er toe leiden, dat de onderneming ook na de reorganisatie nog een geringe rentabiliteit vertoont. In de gevallen dat men zich beperkte tot het afboeken van geleden verliezen deed dit feit zich meermalen voor.

Van misschien nog grootere beteekenis dan de bepaling van de grootte van het vermogen, is de regeling van de op de onderneming drukkende schulden.

Voorkomen zal moeten worden, dat de onderneming na de reorganisatie in de ont-plooiing van haar activiteit zal worden belemmerd door de noodzaak zich binnen korter of langer tijd van loopende verplichtingen te moeten kwijten. Belangrijke schulden op korten termijn zullen dus moeten worden afgelost of in verplichtingen op langen termijn moeten worden omgezet. Het aanvaarden van schulden op langen termijn, die regelmatig weerkeerende rente- en aflossingsverplichtingen met zich brengen, zal in de meeste gevallen ongewenscht zijn, omdat de gereorganiseerde onderneming gewoonlijk niet over de noodige reserve-activa zal beschikken om de nakoming van die verplichtingen veilig te stellen. Ook lasten, die de rentabiliteit in de komende jaren zullen drukken, zooals achterstallig cumulatief dividend, zullen bij de reorganisatie moeten verdwijnen. Een reorganisatie zooals we aantreffen bij de Vereenigde Kleedingmagazijnen, waarbij preferente aandelen werden omgezet in obligaties, is in dit opzicht niet zonder ernstige bedenking.

Voor het voortbestaan van de onderneming na reorganisatie is ten slotte van groote beteekenis de wijze, waarop nieuw vermogen, indien benodigd, wordt aangetrokken. Uitgifte van nieuwe waarden kan tweërlei doel hebben, en wel in de eerste plaats om daarin schulden op korten termijn of vaste rentedragende schulden op langen termijn om te zetten, en vervolgens om het bedrijf van de voor voortzetting benodigde middelen te voorzien. Indien nieuw vermogen moet worden aangetrokken, moet er tegen worden gewaakt, dat op het bedrijf lasten worden gelegd, die zijn bestaan weer in gevaar zouden brengen. Ook hier geldt, dat de normen in het algemeen voor de financieele structuur



geformuleerd, tevens en nog wel in zeer bijzondere mate gelden voor de financieele reconstructie. In bijzondere mate omdat het weerstandsvermogen van de onderneming door de financieele déconfiture belangrijk zal hebben geleden, zoodat vermogensvormen, die vaste verplichtingen met zich brengen en daarom de aanwezigheid van belangrijke effectieve reserves eischen, niet zullen kunnen worden toegepast.

§ 2. *Het ethisch-juridisch moment in de financieele reorganisatie. De reductie van de rechten der bij de reorganisatie betrokkenen.*

De vraag van het voortbestaan van de onderneming wordt door economische factoren bepaald. Immers, het doel waarvoor de onderneming als maatschappelijke instelling in het leven werd geroepen bestaat in de verzorging van een onderdeel van het economisch leven. Bedrijfseconomische factoren beheerschen de vraag naar de wijze, waarop de onderneming moet worden georganiseerd resp. gereorganiseerd om te kunnen voortbestaan, waarbij in het bijzonder ook haar financieele structuur moet worden beschouwd. Wij hebben overeenkomstig den opzet van ons werk het algemeene aspect van de reorganisatie, economisch en bedrijfseconomisch, beschouwd. Het reorganisatievraagstuk heeft echter ook nog een ander aspect en wel een, dat in de practijk gewoonlijk het meest op den voorgrond treedt. Immers, een reorganisatie is uiteindelijk slechts mogelijk indien het schema door alle belanghebbenden wordt geaccepteerd.

Hoewel aldus het geheele maatschappelijke leven bij het voortbestaan van de onderneming is geïnteresseerd, is het slechts een beperkte groep, wier belangen door de reconstructie van haar financieelen status direct worden geraakt. Belanghebbenden bij reorganisaties zijn uitsluitend zij, die gevaar loopen bij een eventueele liquidatie in min of meer belangrijke mate te worden benadeeld. Bij een reorganisatie-plan zijn dus in de eerste plaats de aandeelhouders geïnteresseerd, in sommige gevallen alleen de gewone aandeelhouders, meestal echter ook de preferente aandeelhouders.

Bij groote verliezen kunnen echter ook de geldgevers — zoowel op langen als op korten termijn — bij liquidatie gevaar loopen, zoodat hun medewerking ook aan het reorganisatieplan kan worden verlangd. Steeds zullen ook de bestuurders en andere winstgerechtigden als houders van winst- en oprichtersbewijzen bij de reorganisatie geïnteresseerd zijn.

Hoewel allen bij het voortbestaan van de onderneming belang hebben, kunnen niettemin gemakkelijk tusschen genoemde groepen controversen ontstaan, t.a.v. de mate, waarin ieders rechten moeten worden gereduceerd. Dergelijke belangen-controversen kunnen optreden tusschen aandeelhouders en bestuurders, tusschen preferente en gewone aandeelhouders, tusschen aandeelhouders en geldgevers op langen en korten termijn, tusschen geldgevers op langen termijn onderling (al of niet gedekte schulden), tusschen geldgevers op korten termijn (leveranciers en bankier) en ten slotte tusschen bovengenoemde groepen en de houders van winst- en oprichtersbewijzen. Het reorganisatieplan moet aldus ook een bevredigende oplossing verschaffen voor al die belangencontroversen. Het is de ethisch-juridische zijde van het vraagstuk, die hierbij op den voorgrond treedt. Aan deze zijde van het probleem willen wij nu aan het slot van deze studie onze aandacht schenken.

De vraag zou kunnen worden gesteld, of de consequenties van de eischen, die de onderneming als maatschappelijke instelling, als doel-organisatie in dit verband stelt, ook door



de in haar samenwerkende groepen moeten worden aanvaard. Inderdaad wortelen die eischen in het doel van de onderneming als orgaan van de maatschappelijke voortbrenging. Zij kan haar doel niet verwezenlijken zonder een bepaalde reconstructie van haar financieele basis. Niettemin kan daaruit o.i. voor belanghebbenden in de particuliere onderneming niet de verplichting voortvloeien, aan de reorganisatie mee te werken. Wij hebben hier te doen met een eigenaardige consequentie van de onderneming in de vrije verkeershuishouding. De onderneming heeft een bepaald doel: verzorging van het maatschappelijke productie-proces, maar degenen, die in de onderneming samenwerken hebben ook een eigen doel, voorzoover het hier een vermogensverschaffen betreft: het rendabel maken van het geïnvesteerde vermogen.

Hun medewerking aan de reorganisatie kan niet worden verwacht, indien zij meenen, dat hun bijzonder doel op andere wijze beter te bereiken zal zijn.<sup>1)</sup>

Hier doet zich de vraag voor, of in principe niet de mogelijkheid moet worden geopend, een reorganisatie-schema in bepaalde gevallen op te leggen, een vraagstuk waarop we aan het slot van dit hoofdstuk nog nader terug zullen komen. Bedacht moet hierbij echter wel worden, dat dit feitelijk neerkomt op een vorm van onteigening van de vermogensverschaffers. Immers, zij toch worden gedwongen hun vermogen op andere wijze geïnvesteerd te laten dan met hun belangen het best overeenkomt. Belanghebbenden toch zouden in dat geval de gelegenheid missen, om als de vraag van verdere voortzetting van hun samenwerking aan de orde wordt gesteld, zich te beraden over de wenschelijkheid daarvan. Wij kunnen aan de continuïteitsgedachte hier geen normen meer ontleenen voor hun samenwerking, daar juist de noodzakelijkheid van die continuïteit zelf bij reorganisatie aan de orde wordt gesteld.<sup>2)</sup>

De vormen, waarvan men zich bij reorganisatie bedient, worden in het algemeen bepaald door:

1e. de eischen, die de onderneming in de toekomst aan haar financieele structuur zal moeten stellen en

2e. de belangen, die moeten worden gecoördineerd.

Over het eerste punt hebben wij reeds gelegenheid gehad te spreken; met den invloed van de te combineeren belangen zullen we ons thans bezighouden.

Reductie van de rechten van de aandeelhouders kan worden verkregen door afstempeling van de aandelen of door samenvoeging. In plaats van reductie der nominale waarde der aandelen kan men ook de rechten van de aandeelhouders handhaven door hen een bedrag op de aandelen te laten bijstorten.

Afstempeling en samenvoeging komen practisch op hetzelfde neer. Door afstempeling krijgt men echter coupures van willekeurige grootte; bij samenvoeging kan de oorspronkelijke nominale waarde behouden blijven. Het voordeel van de laatste methode is dus, dat de sporen van de reorganisatie a.h.w. worden uitgewischt. Samenvoeging beteekent

<sup>1)</sup> Op een andere consequentie van dit dualistisch karakter in de particuliere onderneming werd door ons gewezen in een artikel: Winst, economisch en fiscaal, opgenomen in *Economie*, Februari 1940. Vgl. ook Mey, *Leerboek der Bedrijfseconomie* deel I en de bespreking van dit werk door P. P. v. Berkum in *Economie* Jan./Febr. 1943.

<sup>2)</sup> Vgl. P. P. v. Berkum: Aansprakelijkheidsbeperking in de N.V. Praeadvies Kath. Wetensch. Ver. 1942 p. 6.

R. Geuljans: De Institution-gedachte. Kath. Cult. Tijdschrift Aug. 1945.



echter een nadeel voor bepaalde aandeelhouders, in het bijzonder van dengene, die slechts een of enkele aandelen bezit. Immers, hem staat geen andere weg open dan of zijn aandeel te verkoopen, of zooveel aandelen bij te koopen, dat hij het vereischte aantal heeft om bij samenvoeging een of meer nieuwe aandelen te verwerven. Practisch zal het dus hierop neer komen, dat de kleine aandeelhouders bij de samenvoeging worden uitgeschakeld, dat het aandelenbezit meer in handen van de groote aandeelhouders geconcentreerd wordt.

Reductie van het aandelenkapitaal beteekent verkleining van den grondslag voor de bepaling van het primair dividend. Hierdoor kan steeds een belangenconflict ontstaan tusschen de aandeelhouders en degenen, die uitsluitend in de overwinst deelen, de bestuurders en de eventueele houders van oprichtersbewijzen.

Het middel om dit conflict op te lossen bestaat in het verhoogen van het primair dividend of van het aandeel van de aandeelhouders in de overwinst. Dit middel moet, het werd reeds in het voorgaande gezegd, echter alleen toegepast worden indien de reductie van de rechten der aandeelhouders inderdaad een compensatie wettigt.

Het toekennen van een vergroot aandeel in de overwinst is een logischer oplossing dan de verhooging van het primair dividend. Immers de strekking van de toekenning van primair dividend is uitsluitend, den aandeelhouders een vergoeding te verschaffen voor het beschikbaar stellen van vermogen. De overwinst is te beschouwen als een ondernemerspremie. Tot bijstorting kunnen aandeelhouders niet worden verplicht, hun aansprakelijkheid gaat niet verder dan het bedrag van hun deelname. Men kan echter de aandeelhouders voor de keuze stellen of bij te storten of hun aandelen te laten afstem-pelen. We kunnen een verschil constateeren tusschen groot- en klein-aandeelhouders. Slechts de grootaandeelhouders zullen in het algemeen tot bijstorting bereid zijn. Overigens komt de bijstorting hier te lande weinig voor.

Soms stellen enkele groot-aandeelhouders hun aandelen gratis ter beschikking. Dit kan voortvloeien uit het streven zich van de betrokken onderneming los te maken.

Het vrijwillig bijbetalen van het verlies of het ter beschikking stellen van aandelenbezit vindt soms ook zijn oorzaak in den wensch de onderneming waaraan men zijn naam heeft verbonden te steunen of in de erkenning door oprichters, dat de waardeering van hun inbreng destijds te hoog is geweest. <sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Vgl. Mannheimer, Sanierung. Berlin 1924 p. 35:

„Ein besonderes Kapitel des psychologischen Momentes bei der Sanierung ist die Sanierung durch freiwillige Zuschüsse und Geschenke seitens der Aktionäre oder von Freunden der Unternehmung. Sie spielen in der Sanierungspraxis keine geringe Rolle, wenn sie auch tatsächlich sehr verschiedene Anlässe haben. Zu Schenkungen an die Unternehmung finden sich sehr häufig Grossaktionäre bereit, welche ihren reichlichen Aktienbesitz der Gründung verdanken und bei denen der Grund zur Schenkung häufig ein etwas schlechtes Gewissen ist. Sie haben bei der Umgründung die einzelnen Vermögensteile mit höherem Werte eingebracht als sie das in ihren kaufmännischen Herzen und als solide Kaufleute verantworten konnten.“

Een voorbeeld hiervan troffen wij aan bij de reorganisatie van Wilton's Dok- en Werfmaatschappij, waar een bedrag van niet minder dan nominaal 6 millioen gulden aandelen dezer maatschappij door de familie Wilton ter beschikking werd gesteld. Een geval van kleiner formaat constateerden wij L. A. Moll waardoor insiders 25 aandelen werden beschikbaar gesteld.

Door Mannheimer wordt in dit verband gewezen op het destijds nogal geruchtmakende geval van de Stahlwerke Becker A.G., waarbij de weduwe van den oprichter, Generaldirektor Becker haar aandelenbezit ter beschikking stelde. Ook bij de Deutsch-Südamerikaner Exp. en Imp. A.G. deed zich naar Mannheimer meedeelde hetzelfde geval voor.



Een vorm van reductie, die eveneens betrekkelijk weinig voorkomt, is de aankoop van aandelen beneden pari. De reden hiervoor is gelegen in de onttrekking van liquide middelen aan de onderneming, die deze procedure met zich brengt.<sup>1)</sup>

De reductie van de rechten der preferente aandeelhouders kan bestaan in:

- 1e. afstempeling van het nominaal bedrag dezer aandelen;
- 2e. reductie of prijsgeve van hun bijzondere voorkeursrechten nl.:
  - a. prijsgeve van het voorkeursdividend resp. verlaging daarvan;
  - b. prijsgeve van het cumulatief-recht;
  - c. prijsgeve van achterstallig cumulatief dividend.

Afstempeling van het verlies op het nominaal bedrag der preferente aandelen zal eerst plaats vinden indien het gewone aandelenkapitaal en de reserves reeds geheel zijn afgeschreven. Afwijking van het principe der liquidatie-rangorde zal hier zelden plaats grijpen. Gewoonlijk bestaat dan ook de medewerking aan het reorganisatie-plan, voorzover het de preferente aandeelhouders betreft, in de opoffering van de hierboven sub 2 bedoelde rechten.

Hoewel deze reductie veelal verlangd zal worden, ondanks het feit, dat de gewone aandelen nog niet geheel zijn afgestempeld, bestaat er toch geen aanleiding om steeds voor de door deze aandeelhouders prijsgegeven rechten andere in de plaats te stellen.

In de meeste gevallen zal het bij reorganisatie aanbeveling verdienen voor het achterstallig cumulatief dividend een regeling te treffen zoodat dit althans niet meer uit latere winsten moet worden ingehaald. Immers, een van de belangrijkste voordeelen van de reorganisatie nl. het weer mogelijk maken van dividenduitkeering, wordt teniet gedaan indien op de onderneming de verplichting tot uitkeering van achterstallig dividend blijft rusten. Ook vervalt bij de meeste reorganisaties het cumulatief-recht voor de toekomst. Zoowel voor het achterstallig cumulatief dividend als voor het verlies van het cumulatief-recht werden bij de meeste reorganisatieplannen compensaties gecreëerd.<sup>2)</sup>

De rechten van de schuldeischers op langen termijn kunnen op de volgende wijze worden beperkt:

- 1e. door uitstel van betaling van rente en aflossingen;
- 2e. door declassering, dat beteekent hier door omzetting van de schuld in preferente aandelen of inkomstobligaties;
- 3e. door vermindering van de hoofdsom der schuld;
- 4e. door verlaging van de rente resp. van de jaarlijks te betalen annuïteit.

<sup>1)</sup> Kramer constateerde bij zijn onderzoek een geval, waarin de bovenbedoelde procedure plaats vond, nl. de eerste reorganisatie bij van Kempen, Begeer en Vos.

<sup>2)</sup> In een weekbericht van de Amsterdamsche Bank d.d. 1 Febr. 1942 wordt opgemerkt, dat slechts 18 preferente aandelen zijn aan te wijzen waarop sedert 1929 het dividend regelmatig werd voldaan. De overige 36 werden in den loop der jaren bij een reorganisatie betrokken, waarbij niet alleen het recht op het achterstallig dividend maar ook het cumulatief-recht voor de toekomst moest worden prijsgegeven. De schrijver van het weekbericht merkt daarbij op, dat men daaruit niet moet concluderen, dat de waarde van het cumulatiefrecht daarom waardeloos is . . . er zijn toch nauwelijks voorbeelden te geven van ondernemingen waarbij houders van cumulatief preferente aandelen voor den ontstanen achterstand in de dividendbetaling niet op de een of andere wijze vrij behoorlijk werden schadeloos gesteld.

De schrijver ziet de beteekenis van het cumulatiefrecht voornamelijk in het feit, dat het achterstallig dividend meestal aanleiding tot schadeloosstelling vormt. Dit neemt echter niet weg, dat hier toch in alle gevallen sprake is van een mislukking van de betreffende financieringsfiguur.



Moratoria komen ook buiten reorganisatie meermalen tot stand. In enkele gevallen constateerden we dat de onderneming reeds een aantal jaren voor de reorganisatie een moratorium had aangeboden. De bedoeling was in dergelijke gevallen aan tijdelijk geachte liquiditeitsmoeilijkheden het hoofd te bieden. Meestal moest echter voor de geaccumuleerde rente bij reorganisatie een nadere regeling worden getroffen. Het is dan ook ongewenscht bij reorganisatie van dit middel gebruik te maken. De mogelijkheid bestaat dan dat de terugbetaling van die uitgestelde rente opnieuw tot moeilijkheden aanleiding zal geven. Meer aanbeveling verdient het de sub 4 genoemde methode toe te passen. Een compensatie voor de daarbij optredende verlaging van de rechten der schuldeischers kan worden gevonden in de uitreiking van winstbewijzen. Wanneer vermindering van de hoofdsom der schuld plaats heeft met compensatie, geschiedt deze laatste gewoonlijk door verstrekking van gewone of preferente aandelen of van inkomstobligaties. Feitelijk heeft dus in dat geval gedeeltelijke declassering plaats. Ook treft men soms de bepaling aan, dat de schuld in de toekomst weer tot het oorspronkelijke bedrag moet worden vergroot. Dit laatste achten wij ongewenscht omdat het de onderneming dwingt tot interne kapitaalvorming, zonder dat vaststaat of deze inderdaad rationeel is. Vermindering van de hoofdsom zonder compensatie komt feitelijk alleen in aanmerking, indien het verlies zoo groot is dat de aandelen geheel moeten worden afgeschreven.

Indien obligaties moeten worden vervangen door inkomstobligaties of aandelen, kan een compensatie voor het prijsgeven van het recht op vaste rente worden verkregen, hetzij in het hogere rentepercentage der inkomstobligaties, hetzij in het hogere percentage voorkeursdividend der aandelen.

Het voordeel van de declassering der obligaties is de vermindering der vaste lasten aan de financiering verbonden. Deze lasten kan de onderneming alleen aanvaarden als zij of over voldoende reservemiddelen beschikt, of haar toekomstige winsten voldoende zullen zijn om deze middelen te vormen. Veelal zal bij reorganisatie noch het een noch het ander het geval zijn.

Indien bij een feitelijke liquidatie de schuldeischers op langen termijn geen gevaar lopen wat betreft de hoofdsom van hun vordering, zullen zij in het algemeen weinig neiging hebben aan een reorganisatie-plan mee te werken. Hierin ligt nu o.i. het grootste gevaar van het verbinden van bepaalde activa ten behoeve van deze schuldeischers. Hebben deze activa voldoende overwaarde, zoodat de preferente schuldeischers zelfs bij een gedwongen verkoop weinig kans op verlies hebben, dan zullen zij aan liquidatie de voorkeur geven boven het brengen van een offer ten behoeve van de reorganisatie. De hypothecaire obligatie achten wij dan ook in het algemeen af te keuren omdat zij de onderneming een verhoogde kwetsbaarheid geeft.

Hetzelfde zou kunnen worden gezegd van de schuldeischers op korten termijn. Zij zouden zich reeds bij in de toekomst te verwachten moeilijkheden terug kunnen trekken. Wij moeten echter bij de beschouwing van de positie der crediteuren op korten termijn bedenken, dat zij veelal niet zoo onverschillig staan tegenover het voortbestaan van de onderneming als met de obligatiehouders gewoonlijk het geval is. De obligatiehouders hebben meestal bij de onderneming geen verdere belangen, de geldgevers op korten termijn zijn bij haar als leverancier of bankier geïnteresseerd. Het belang van de leveranciers is zonder meer duidelijk. De crediteurenleveranciers hebben steeds een groot belang bij het voortbestaan van de onderneming, vooral als het om een belangrijken



afnemer gaat. <sup>1)</sup> We zien dan ook veelal een bereidwilligheid om in het belang van het slagen van de reorganisatie althans tijdelijk een offer te brengen. Dit offer kan behalve in een uitstel van betaling bestaan in omzetting van de schuld in preferente aandelen of obligaties.

Zeldzamer is het geval, dat schuldeischers ook nog in het nieuw benoodigde vermogen deelnemen, hoewel het niet uitgesloten is. Soms zien we dat de groote crediteuren bereid zijn de kleine vorderingen volledig te betalen. Zij wenschen de onderneming grondig te saneeren om daarmee uiteindelijk hun eigen vorderingen veilig te stellen. Veelal komt daardoor de onderneming geheel in handen van de groote schuldeischers of soms zelfs van één crediteur. Merkwaardigerwijze kunnen zich hierbij gevallen voordoen dat de aandeelhouders zich tegen de saneering verklaren. De invloed van crediteuren-leveranciers uit zich soms ook in de bezetting van commissarisplaatsen door deze laatsten.

Daartegenover zien we ook gevallen, waarin een of meer bepaalde crediteuren zich langs den weg der liquidatie in het bezit der onderneming trachten te stellen. Men drijft in dat geval de onderneming juist tot liquidatie. Het is duidelijk dat aan deze politiek een groot risico verbonden is.

Ook de bank staat echter als geldgever gewoonlijk niet onverschillig tegenover het voortbestaan van de onderneming. De verhouding van de bank tot de onderneming is ook niet in alle gevallen dezelfde. Indien de bank zich in belangrijke mate heeft geïnteresseerd bij de expansie van de onderneming, is het niet haar belang de relatie plotseling te liquideeren en daarmee de liquidatie van de onderneming zelf te veroorzaken. Aan den anderen kant maakt de bank vaak zelf ook liquiditeitsspanningen door, die haar nopen tot plotselinge opzegging van het verleende crediet. Indien de banken door omzetting van haar vorderingen in aandelen of op andere wijze de onderneming trachten op gang te houden, zal veelal een grootere afhankelijkheid van de bank daarvan het gevolg zijn. Het veelvuldig optreden van bankiers in het bestuur van industriele en handelsondernemingen is daarvan een symptoom.

Langs den weg der reorganisatie of liquidatie komt de onderneming soms binnen de invloedssfeer van een groot concern. De bemoeiingen van dit laatste met een in déconfiture geraakte onderneming zullen veelal dit resultaat ook beoogen. Omgekeerd zullen we zien dat ondernemingen, die reeds tot een bepaald concern behooren, door de leiding daarvan op de been gehouden zullen worden. De concernleiding kan hier zoowel groot-aandeelhouder als groot-schuldeischer zijn of soms beide.

De vermindering van de rechten van bestuurders en houders van oprichtersbewijzen heeft gewoonlijk plaats door verlaging van het aandeel in de overwinst. Indirect heeft een vermindering plaats door verhooging van het primair dividend der aandeelhouders.

Oprichtersbewijzen werden bovendien in enkele gevallen ingetrokken. Veelal is echter de positie van de houders van oprichters- of winstbewijzen zoodanig, dat zij hun rechten bij de reorganisatie vrij goed weten te handhaven.

<sup>1)</sup> Ten onrechte o.i. merkt Mannheimer t.a.v. deze schuldeischers op: „Sie werden in vielen Fällen nur insoweit an der Unternehmung interessiert sein, als sie auf schnelle und vollständige Weise wieder zu ihrem Gelde kommen.“ t.a.p. pag. 96. Daarom gaat het waarlijk niet alleen. Van veel meer belang is dat zij aan de onderneming kunnen blijven verkoopen.



§ 3. *De offers bij de reorganisatie te brengen.*

We komen nu aan de beantwoording van de vraag, van welken aard de offers zijn die door de belanghebbenden moeten worden gebracht.

Veelal hoort men de meening verkondigen dat bij reorganisatie, althans wat de geldgevers betreft, van offers geen sprake is. Immers, zoo redeneert men, de verliezen zijn reeds geleden.

Zoo meent Kramer, dat bij reorganisatie geen der belanghebbenden een offer brengt, zoodat van compensaties feitelijk niet kan worden gesproken. Men gaat bij reorganisatie ieder een met zijn positie overeenkomend aandeel in de winst geven. Men kan dit doen door de winstverdeeling ongewijzigd te laten, maar door afstempeling ervoor te zorgen, dat ieders aanspraken op de juiste wijze worden gereduceerd; men kan echter ook de winstverdeeling wijzigen. In het laatste geval spreekt men van compensatie.

Kramer stelt naar onze meening het vraagstuk van de bij reorganisatie te brengen offers te eenvoudig. Zooals ook uit onze volgende beschouwingen zal blijken, is praktisch door afstempeling nimmer te bereiken, dat ieders aanspraken op de juiste wijze worden gereduceerd, zelfs niet die der geldgevers.

In absoluten zin zou er slechts van een offer sprake zijn indien de reductie van de rechten der belanghebbenden zoover gaat, dat hun positie zonder de voorgenomen reorganisatie gunstiger zou zijn geweest. Nemen we dit als criterium voor het bestaan van een offer, dan zou men inderdaad kunnen zeggen dat de reorganisatie voor de betrokkenen gewoonlijk geen offers eischt en dat er dus ook geen reden is voor het scheppen van compensaties.

In de meeste gevallen toch zal men de rechten van de belanghebbenden niet zoover kunnen reduceeren, dat voor hen de liquidatie van de onderneming gunstiger perspectieven opent. Immers, zij zullen dan bezwaarlijk tot medewerking aan het reorganisatieplan kunnen worden gebracht.

Als er dus een mogelijkheid bestaat, die algemeen erkend wordt de onderneming na reorganisatie weer tot winstgevende productie te brengen, zullen aan alle betrokkenen zoodanige rechten moeten worden toegekend dat voor hen het reorganisatieplan meer voordeelen biedt dan de liquidatie.

Het verschil tusschen de rente over de opbrengst bij liquidatie en de te verwachten winsten na eventueelen aftrek van hetgeen daarvan voor nieuwe geldgevers moet worden afgestaan, moet worden verdeeld over de belanghebbenden bij de reorganisatie. Dat zijn dus wat de geldgevers betreft de aandeelhouders, zoowel gewone als preferente, en eventueel de crediteuren op langen en korten termijn. Voorts de winstgerechtigden uit anderen hoofde, zooals tantiëmist en houders van oprichters- of winstbewijzen.

We hebben hier een vorm van het toerekeningsprobleem. Zooals bekend mag worden ondersteld, leent dit vraagstuk zich niet voor een theoretisch juiste oplossing. We kunnen hier alleen een maximum en een minimum vaststellen. Elke oplossing die binnen deze grenzen blijft is in principe mogelijk.

De reorganisatie eischte echter veelal, hetzij in het belang van een doelmatige financiële structuur, hetzij in het belang van de regeling der rechten van zekere groepen een vervanging van bepaalde rechten door andere. Bij een dergelijke vervanging kan men spreken van compensaties. Voor het recht of de rechten, die worden prijsgegeven, worden andere in de plaats gesteld. Deze substitutie van rechten door andere is enerzijds een kwestie van doelmatigheid, anderzijds een kwestie van rechtvaardigheid en billijkheid.



Men gaat veelal van de veronderstelling uit, dat de grondslag voor de reductie van de rechten der geldgevers gelegen is in de volgorde waarin zij zouden deelen in de opbrengst bij liquidatie. Blijkt het noodig om van dezen grondslag af te wijken, dan meent men hierin een bijzonder offer te zien van dengene, te wiens nadeele de afwijking plaats heeft, zoodat een recht op compensatie ontstaat. Ook deze gedachte is zooals we hieronder nog nader zullen aantonen onjuist. <sup>1)</sup>

§ 4. *De afwijkingen van het beginsel der liquidatie-rangorde en de compensaties, die daarbij worden verleend.*

Bespreken we echter eerst de afwijkingen van het beginsel der liquidatie-rangorde en de redenen die daartoe aanleiding kunnen geven. <sup>2)</sup>

Bij liquidatie zouden uit de opbrengst eerst de vreemde geldgevers worden bevredigd, daarna de preferente aandeelhouders, indien ze, wat meestal het geval is, ook voor het liquidatie-overschot preferent zijn, en vervolgens de gewone aandeelhouders. Men kan nu deze volgorde ook aannemen bij de reductie der rechten der onderscheiden groepen van geldgevers, en dus eerst het vastgestelde verliessaldo ten laste brengen van het gewone aandeelenkapitaal, en voor zoover het niet toereikend is om dit te dragen, ten laste van het preferente aandeelenkapitaal of de vreemde geldgevers, voorzover zij nog gedwongen zijn in de reorganisatie te participeeren.

Men zal echter veelal gedwongen zijn van deze volgorde af te wijken. <sup>3)</sup> Indien het

<sup>1)</sup> Norman S. Buchanan spreekt van de „rule of absolute priority”. In het algemeen acht hij deze theoretisch juist zonder daarvoor een bepaalde motiveering te geven. Waarschijnlijk is dit echter een gevolg van de analogie die men in de Ver. Staten op het voorbeeld van den wetgever gewoon is te trekken tusschen de liquidatie en de reorganisatie die als een gefingeerde liquidatie wordt voorgesteld. In het vervolg van ons betoog komen we hierop nog terug.

(Norman S. Buchanan. The Economics of Corporate Reorganization. The Quarterly Journal of Economics, Nov. 1938).

<sup>2)</sup> De rangorde bij liquidatie zooals die bij de N.V. voor de verschillende geldgevers bestaat, beteekent op zichzelf reeds een afwijking van het beginsel der economische zelfverantwoordelijkheid, zooals door Cobbenhagen wordt opgemerkt. De N.V. maakt het mogelijk het risico van de aandeelhouders te beperken ten nadeele van andere kapitaalverschaffers; deze beperking wordt in het algemeen slechts effectief bij liquidatie. De rechtvaardiging van de risicobeperking der aandeelhouders ten laste der overige geldgevers acht Cobbenhagen gemotiveerd door de voorwaarden van maatschappelijke noodzaak, grooten omvang van het benodigde vermogen en ongewoon economisch risico.

Het reorganisatie-schema, waarbij van het beginsel der liquidatierangorde, de „rule of absolute priority”, wordt afgeweken, beteekent slechts schijnbaar, niet in werkelijkheid een verdergaande beperking van het risico ten nadeele der geldgevers.

<sup>3)</sup> Ook Buchanan t.a.p., die de „rule of absolute priority” als een ideaal ziet, dat zooveel mogelijk moet worden benaderd, meent niettemin, dat uitsluitende toepassing daarvan tot moeilijkheden aanleiding zal kunnen geven. Hij ziet de moeilijkheden in tweeërlei opzicht. In de eerste plaats is de waarde van de onderneming slechts schattenderwijs te bepalen, zoodat ook het bedrag, waartoe de rechten van de bestaande geldgevers moeten worden gereduceerd, een in hooge mate arbitrair karakter heeft. Het is om die reden moeilijk, bepaalde rechthebbenden geheel uit te sluiten, ook in het geval dat de toepassing van het beginsel der liquidatie-rangorde daartoe aanleiding zou geven. Bovendien ziet hij een reden in de noodzakelijkheid van de verkrijging van nieuw vermogen. Ten behoeve der nieuwe geldgevers kan een grootere reductie van de waarde der activa gewenscht worden, dan waartoe de zoeven bedoelde schatting van de waarde der onderneming op zichzelf aanleiding zou geven. Het wil ons voorkomen dat de redenen voor afwijking meer gecompliceerd en veelvuldiger zijn dan Buchanan aangeeft, zooals uit ons betoog nader moge blijken.

Vgl. ook: A. B. A. v. Ketel: Enkele aspecten van het vermogenssurplus in de N.V. De Naamlooze Vennootschap Febr. 1944 § 3.



verlies bij reorganisatie zoo hoog is, dat de aandeeleu geheel zouden moeten worden afgestempeld, zouden de rechten van de aandeelhouders volgens het liquidatie-beginsel volledig teniet gedaan behooren te worden. Men zal echter hiertoe practisch veelal niet kunnen overgaan, om den aandeelhouders toch eenig belang bij de reorganisatie te laten behouden. Immers, als het voortbestaan van de onderneming economisch verantwoord is, dan is het ook gewenscht, dat allen die over reorganisatie of liquidatie te beslissen hebben, er belang bij hebben zich voor het eerste uit te spreken. Bovendien schuilt hierin een zekere grond van billijkheid. Immers, ook de aandeelhouders wier vermogen bij de reorganisatie geheel verloren wordt geacht, dragen door hun medewerking tot de winstgevendheid in de jaren na de reorganisatie bij.

Voor de vernietiging van hun rechten volgens het liquidatie-beginsel ontvangen zij een compensatie door toekenning van winst- of restantbewijzen, die of een blijvend recht op latere winst belichamen, of uit latere winst worden afgelost. Uiteraard kunnen deze rechten slechts betrekking hebben op winsten, die boven een normale vergoeding van het geïnvesteerde vermogen uitgaan.

Zoodra toepassing van het liquidatie-beginsel leidt tot een volledige vernietiging van de rechten van bepaalde groepen, wordt zijn toepassing feitelijk onmogelijk. Immers, het geeft dan geen grondslag meer voor de verdeeling van het voordeel, dat reorganisatie boven liquidatie verschaft aan belanghebbenden.

Een tweede inbreuk op het liquidatie-beginsel vinden we in het geval van verhooging van het primair dividend of van het aandeel in de overwinst van de aandeelhouders. Een grond voor deze inbreuk vinden we verder in het geval dat om bepaalde redenen het verlies door belangrijke onderwaardeering der activa is vergroot zonder dat nochtans toepassing van het liquidatiebeginsel tot geheele vernietiging van de rechten der aandeelhouders zou leiden. De redenen voor deze onderwaardeering zullen gewoonlijk gelegen zijn in de eischen, die de nieuwe geldgevers stellen. De consequente toepassing van het liquidatie-beginsel is daarmee echter niet vereenigbaar.

De afwijkingen van het liquidatie-beginsel die hierboven werden besproken, hebben ten doel den betrokkenen een compensatie te verschaffen voor het feit dat de toepassing van dit principe een te groote reductie van hun rechten zou beteekenen.

De thans te bespreken inbreuken zijn van eenigszins anderen aard. We bedoelen hier de compensaties, toe te kennen aan preferente aandeelhouders. Bij aanwending van het liquidatie-principe zouden de preferente aandeelhouders eerst aangesproken worden voor het brengen van een offer, als de rechten van de gewone aandeelhouders geheel vernietigd zijn. Indien de grootte van het verlies bij reorganisatie blijft beneden het bedrag van hun vermogen, is er voor algeheele vernietiging van de rechten der gewone aandeelhouders echter geen aanleiding. Niettemin kunnen bepaalde aanspraken van preferente aandeelhouders een belemmering vormen voor het voortzetten van de onderneming. Dit zal in het bijzonder het geval zijn, indien nieuw vermogen moet worden aangetrokken om het bedrijf verder te kunnen exploiteeren. In de eerste plaats kan het bestaan van voorkeursdividend voor de nieuwe geldgevers een bezwaar zijn zich bij de gereorganiseerde onderneming te interesseeren. In het bijzonder zal dit het geval zijn als het voorkeursrecht cumulatief is, en niet mag worden verwacht, dat de winsten in de toekomst stabiel zullen zijn.

De reductie van de rechten der preferente aandeelhouders geschiedt dan ook meestal door afschaffing van het cumulatie-recht en verlaging van het voorkeursdividend. In



enkele gevallen heeft ook omwisseling in gewone aandelen plaats, waardoor het voorkeursrecht geheel ophoudt te bestaan.<sup>1)</sup>

De compensatie, die aan houders van preferente aandelen wordt verleend wegens prijsgeve of reductie hunner bovenbedoelde rechten, bestaat voornamelijk in verhooging van hun aandeel in de overwinst. In de bovenbedoelde gevallen, dat het cumulatieright verviel en het voorkeursdividend werd verminderd, trad in acht gevallen een belangrijke participatie in de overwinst daarvoor in de plaats. In de meeste dezer gevallen werden de rechten op de overwinst gelijk gesteld met die van de gewone aandeelhouders.

De prijsgeve van hun rechten op achterstallig dividend is een offer, dat bijna steeds van de preferente aandeelhouders wordt gevraagd, ook al zijn de rechten der gewone aandeelhouders nog niet volledig te niet gedaan.

Ook deze afwijking van de „rule of absolute priority” vindt in de meeste gevallen niet plaats, zonder dat daarvoor aan de houders van preferente aandelen een compensatie wordt verleend. Die compensatie bestaat dan gewoonlijk weer in het toekennen van zekere rechten op de overwinst, evenals in het geval van reductie van het voorkeursdividend of afschaffing van het cumulatieright. In enkele gevallen constateerden wij een andere compensatie voor het achterstallig dividend. Zoo bij Van Vlissingen's Katoenfabrieken, waar de prijsgeve van 21 % geaccumuleerd dividend werd gecompenseerd door het uitreiken van een 5 % obligatie van f 100,— ten laste der maatschappij. Een oplossing intusschen, die ons minder gelukkig voorkomt, niet alleen omdat het bedrijf hier met een vasten rentelast wordt bezwaard, maar ook, omdat overkapitalisatie hiervan het gevolg is.

Waar in het algemeen, zoowel in het geval van vermindering van de rechten der preferente aandeelhouders in de toekomst, als bij het prijsgeven van dividendrechten in het verleden, het offer verlangd wordt, en ook noodzakelijk is om weer tot winstgevende exploitatie te komen, is compensatie door middel van het toekennen van een aandeel in de overwinst de juiste oplossing.

Het zal betrekkelijk weinig voorkomen, dat bij toepassing van het liquidatiebeginsel de rechten der crediteuren worden aangetast. Immers, daarvoor is eerst aanleiding, wanneer de rechten van de aandeelhouders, gewone zoowel als preferente, geheel zijn vervallen. Niettemin zien we bij meer dan een reorganisatie-plan de rangorde bij liquidatie, ook met betrekking tot de crediteuren, doorbroken. Allereerst ten opzichte van de vastentredragende schulden op langen termijn.

Het bestaan van een grooten vasten rentelast kan zoowel een gevaar beteekenen voor de toekomstige ontwikkeling van het bedrijf, als een bezwaar bij de aantrekking van nieuw vermogen. Het beteekent niet alleen een gevaar voor de toekomstige liquiditeit, het schept ook ongunstige solvabiliteitsverhoudingen bij de gereorganiseerde ondernemingen. Uit

<sup>1)</sup> Van de begin 1942 uitstaande preferente aandelen waren er 16 ontstaan bij reorganisatie door omzetting van bestaande preferente aandelen. In vijf dezer gevallen werd het offer beperkt tot afschaffing van het cumulatieright, in twee gevallen werd uitsluitend het preferent dividend verlaagd, terwijl in zeven gevallen zoowel opheffing van het cumulatieright als verlaging van het voorkeursdividend plaats vond. In een geval ging verlaging van het cumulatieright gepaard met vermindering van het kapitaal, terwijl opheffing van het cumulatieright en verlaging van het voorkeursdividend met kapitaalreductie eveneens in één geval voorkwam. Opheffing van het cumulatieright in combinatie met verlaging van het voorkeursdividend blijkt dus het meest voorkomende offer te zijn, dat van de preferente aandeelhouders wordt gevraagd. Het cumulatieright bleef slechts in een geval behouden.



de door ons gegeven overzichten blijkt inderdaad, dat bij vele instellingen de solvabiliteit na de reorganisatie uitermate ongunstig is geworden.

De doorbreking van het beginsel van liquidatie-rangorde leidt ook hier tot compensatie-maatregelen. In het voorgaande hadden we reeds gelegenheid de belangrijkste daarvan te bespreken. Ook t.a.v. de schulden op korten termijn komt veelal verbreking van de rangorde bij liquidatie voor. Die verbreking heeft ook weer plaats, indien van de crediteuren op korten termijn een offer wordt verlangd zonder dat de rechten van aandeelhouders geheel vernietigd zijn. In dit opzicht staan de crediteuren op korten termijn gelijk met die op langen termijn. Immers hun plaats bij eventuele liquidatie is dezelfde. Toch moet ook reeds de consolidatie van vlottende schulden door omzetting in obligaties als een offer worden beschouwd. Practisch heeft echter conversie in schulden op langen termijn weinig of nooit plaats. Kramer constateerde bij zijn onderzoek slechts consolidatie door middel van gewone of preferente aandelen. Wanneer van de laatste soort gebruik wordt gemaakt, voor aflossing van schuld, is er ook in de meeste gevallen sprake van preferente aandelen zonder cumulatieright. Van de preferente aandelen die begin 1942 ter beurse werden genoteerd en tot het boven aangegeven doel werden gecreëerd, waren er 6 zonder en 3 met cumulatieright. De verhouding m.b.t. de cumulatieve preferentie is hier dus iets gunstiger dan in het geval van omwisseling van bestaande preferente aandelen.

In het geval van ongunstigen bedrijfsgang zullen vaak de schulden op korten termijn een grooteren omvang hebben aangenomen dan met een normale uitoefening van het productie-proces vereenigbaar is. Worden nu de beschikbare of te verkrijgen liquide middelen aangewend voor terugbetaling, dan dreigt het gevaar dat het bedrijf binnen korten tijd wegens gebrek aan middelen weer zal vastloopen. Men kan dan twee wegen inslaan om dit gevaar weer te keeren, en wel: of in grooteren omvang nieuwe middelen aantrekken, of de vlottende schuld consolideeren. Kiest men den eersten weg dan beteekent dit, zooals we in het voorgaande reeds gelegenheid hadden aan te toonen, een verzwaring van de offers, die van aandeelhouders worden verlangd. <sup>1)</sup> Als zoodanig kunnen we dus de consolidatie zien als een offer van de schuldeischers op korten termijn, dat in het belang van de aandeelhouders wordt gebracht; het is dus inderdaad een verbreking van de liquidatie-rangorde. Toch zien we hier gewoonlijk geen bijzondere compensatie voor deze groep van geldgevers optreden. De reden hiervoor ligt veelal hierin, dat zij reeds uit anderen hoofde een groot belang hebben bij de voortzetting. De voordeelen, die voor leveranciers en bankier gelegen zijn in het voortbestaan van een belangrijke relatie, moeten hier gezien worden als voldoende compensatie voor de benadeeling, die zij door afwijking van de liquidatie-rangorde hebben ondergaan.

§ 5. *De afwijkingen van de „rule of absolute priority” op zichzelf geen reden tot toekennen van compensaties.*

Zooals reeds gezegd, vormt een afwijking van de liquidatie-rangorde op zichzelf nog geen aanleiding tot het verschaffen van compensaties. Dat men in het algemeen van de liquidatie-rangorde uitgaat, vloeit o.i. voort uit de analogie, die men gewoonlijk geneigd is te trekken tusschen liquidatie en reorganisatie. <sup>2)</sup> Men stelt het zoo voor, dat de onder-

<sup>1)</sup> Vgl. Hoofdstuk VIII blz. 112.

<sup>2)</sup> Vgl. het hierboven reeds geciteerde artikel van Norman S. Buchanan: Economics of corporate reorganization.



neming haar activa realiseert tegen de waarde van de reorganisatie-balans. Het activa-complex blijft intact, en wordt aan de onderneming na de reorganisatie weer overgedragen. De geldgevers, voorzover zij bij de reorganisatie zijn betrokken, ontvangen echter de gefingeerde liquidatie-opbrengst niet in contanten vorm, maar in aandelen. Zooals bekend, is de Amerikaansche wetgeving zelfs geheel op de fictie van een liquidatie gebaseerd. Men is daar ook gewoon de onderneming na de reorganisatie een gewijzigden naam te geven.

Toch is het niet noodzakelijk bij de regeling van de rechten der geldgevers van een gefingeerde liquidatie uit te gaan. Het is zelfs niet rationeel. Immers de liquidatie, althans een, waarbij het bedrijf als cel der maatschappelijke voortbrenging teniet gaat, is juist het tegengestelde van een reorganisatie, die er op gericht is het bedrijf als zodanig te behouden. De liquidatie heeft consequenties, die geheel verschillen van die, welke aan de reorganisatie zijn verbonden.

Het toepassen bij reorganisatie van de rangorde bij liquidatie heeft dan ook geheel andere gevolgen dan bij feitelijke liquidatie optreden. Een eenvoudig cijfervoorbeeld moge dit toelichten. Een onderneming heeft bij reorganisatie de volgende balans opgesteld:

Activa . . . . .	6 miljoen	Aandeelenkapitaal . . . . .	3 miljoen
Verlies . . . . .	2 miljoen	6 % Cum. pref. aand. . . . .	2 miljoen
(na eventuele hertaxatie		5 % Oblig. leening. . . . .	1 miljoen
der activa)		Crediteuren en Bank . . . . .	2 miljoen
	<hr/>		<hr/>
	8 miljoen		8 miljoen

Indien we aannemen, dat geen nieuw vermogen aangetrokken wordt, en de rechten der geldgevers eenvoudig naar de liquidatierangorde worden gereduceerd, zal de balans na de reorganisatie het volgende beeld vertoonen:

Activa . . . . .	6 miljoen	Aandeelenkapitaal . . . . .	1 miljoen
		6 % Cum. pref. aand. . . . .	2 miljoen
		5 % Oblig. leening. . . . .	1 miljoen
		Crediteuren en Bank . . . . .	2 miljoen
	<hr/>		<hr/>
	6 miljoen		6 miljoen

De rechten der aandeelhouders zijn nu tot een derde teruggebracht, althans wat het primair dividend betreft. De mate waarin de gewone aandeelhouders zouden blijken teruggedrongen te zijn, hangt af van de grootte der winsten na de reorganisatie. In ieder geval is het duidelijk, dat het voorkeursdividend van de preferente aandeelhouders thans een veel belangrijker rol speelt in de winstverdeling dan voorheen. Door de preferente aandeelhouders is thans geenerlei offer gebracht.

Bij een werkelijke liquidatie zou het verlies veel grooter zijn geweest. De liquidatie-balans zou er bij een totaalverlies van 4 miljoen als volgt hebben uitgezien:



Activa . . . . .	4 miljoen	Aandeelenkapitaal . . . . .	P.M.
(liquidatie-opbrengst)		6 % Cum. pref. aand. . . . .	1 miljoen
		5 % Obl. leening . . . . .	1 miljoen
		Cred. en Bank . . . . .	2 miljoen
	<hr/>		<hr/>
	4 miljoen		4 miljoen

In dat geval zouden dus bij liquidatie de gewone aandeelhouders hun geheele vermogen verliezen, terwijl dat der preferente aandeelhouders tot op de helft zou zijn gereduceerd. Er zou dus alle aanleiding geweest zijn van de preferente aandeelhouders ook een offer te verlangen bij reorganisatie. De toepassing van het beginsel van liquidatierangorde leidt er echter toe dat hun rechten onverkort gehandhaafd blijven.

We constateeren dus dat de consequente toepassing van dit laatste beginsel leidt tot uitschakeling van geldgevers-groepen, die niettemin toch tot medewerking aan het reorganisatie-plan zouden zijn geroepen, omdat haar belangen bij liquidatie zouden worden aangetast. Hieruit volgt dat de rangorde bij liquidatie op zichzelf niet het richtsnoer behoeft te zijn bij de reductie van de rechten der geldgevers, en dat dus afwijkingen van dit beginsel niet noodzakelijkerwijs aanleiding behoeven te zijn tot het scheppen van compensaties. Afwijking van het liquidatie-beginsel ten nadeele van bepaalde geldgevers is dus op zich nog geen reden tot compensatie. Zeker is dit niet het geval t.o.v. die geldgevers, die bij toepassing der liquidatie-rangorde zouden worden uitgeschakeld, hoewel hun positie bij liquidatie hun medewerking aan het totstandkomen van een reorganisatie zou wettigen.

De fictie van de liquidatie is dus alleen van beteekenis voor de vaststelling van de vraag, welke groepen van geldgevers aan het reorganisatieplan moeten medewerken. Staat dit laatste eenmaal vast, dan zal het voordeel, dat door reorganisatie boven liquidatie zal worden verkregen over alle betrokken groepen moeten worden verdeeld. Een theoretisch juiste oplossing is hiervoor niet te geven. We kunnen in dien zin dan ook niet spreken van een juiste reductie van ieders aanspraken.

§ 6. *Mogelijkheid van een rechtvaardige verlaging van ieders aanspraken. Ontwikkeling van enkele beginselen hiervoor en de mogelijkheid van hun verwezenlijking.*

Kan dus van een juiste vermindering niet worden gesproken, wel zou men naar mijn meening kunnen spreken van een rechtvaardige verlaging van ieders rechten. En dat is het doel, dat bij iedere reorganisatie moet worden nagestreefd. In de practijk zien we echter, dat machtsfactoren een groote rol spelen bij de reductie van de aanspraken van belanghebbenden, waardoor de rechtvaardigheid in het gedrang komt.

Ook Dewing erkent dit. „Reorganizations are guided by expediency and not by abstract justice” merkt hij op. <sup>1)</sup> Evenzoo merkt Kramer op, dat bij reorganisatie niet altijd rekening kan worden gehouden met „allerlei vaag omljnde ethische en billijkheidsnormen”. Het voornaamste doel moet zijn het tot overeenstemming brengen van partijen. De vraag of aan alle betrokkenen wel recht is wedervaren, acht hij van secundair belang. <sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> Dewing, Financial Policy of Corporations, Dl. V p. 118.

<sup>2)</sup> Kramer, t.a.p. p. 179.



Het komt ons voor dat deze conclusie weinig bevredigend is. Inderdaad is het voor alle betrokken partijen van belang, dat de reorganisatie tot stand komt. Dit belang kan zelfs uitgaan boven dat van geldgevers en bestuurders en andere direct bij de onderneming betrokkenen. Ook van maatschappelijk standpunt gezien is het van beteekenis, dat een organisatie, die op bevredigende wijze de maatschappelijke voortbrenging kan verzorgen, intact blijft. Niettemin moet toch gestreefd worden naar een zoo billijk mogelijke verdeling van offers en voordeelen tusschen alle betrokkenen. Een vraagstuk van secundair belang mag o.i. hierin niet worden gezien.

Indien de onderneming levensvatbaar is, zoodat reorganisatie wenschelijk is en rationeel, dan is het onredelijk, dat de belangen van een of meer der betrokkenen ten gunste van anderen worden teruggebracht tot hetgeen ze bij liquidatie zouden mogen verwachten. Beter dan te constateeren, dat met allerlei vaag omlijnde ethische normen geen rekening kan gehouden worden, achten wij het na te gaan, of er een andere meer concrete omlijning van die normen mogelijk is, zoodat zij ons bij de beoordeeling en opstelling van reorganisatie-schema's tot richtsnoer kunnen dienen. Juist omdat met den eisch, dat het voortbestaan van de onderneming moet worden mogelijk gemaakt, en liquidatie voorkomen, niet één bepaalde verdeling van offers en voordeelen over de bij reorganisatie betrokken groepen correspondeert, en de toepassing van het economisch principe hier slechts leidt tot bepaalde grenzen waarbinnen verschillende oplossingen mogelijk zijn, ligt hier o.i. een terrein, waar men ook aan eischen van rechtvaardigheid recht kan laten wedervaren. Immers volgens het economisch principe is in beginsel iedere oplossing mogelijk, die aan elke groep minder toekent dan het volle voordeel, dat bij reorganisatie boven liquidatie zou worden verkregen, maar meer dan hetgeen die groep bij liquidatie zou hebben ontvangen.

De hoofdzaak is hier de vraag: Zijn die laatste eischen voldoende concreet te omschrijven, dat ze ook in de practijk kunnen worden gehanteerd? Hierin ligt nu juist de moeilijkheid. In de discussies over reorganisatie-voorstellen vindt men in het algemeen weinig houvast. Die voorstellen worden gewoonlijk ingediend door bestuurders, eventueel na overleg met eenige belangrijke geldgevers of groepen van geldgevers, en dragen er dan ook veelal de sporen van, dat zij in de eerste plaats de veiligstelling van deze belangen beoogen. Soms gelukt het anderen groepen, eventueel door tusschenkomst van hun trustee of van speciale beschermingscomité's, die voorstellen te hunnen gunste te amendeeren, of zelfs geheel nieuwe voorstellen aangenomen te krijgen. Niet zelden moet worden geconstateerd, dat de belangen van bepaalde geldgevers niet tot hun recht zijn gekomen, zoodat zij terecht reden hebben zich benadeeld te gevoelen.

Het wil ons voorkomen, dat er bij elke reorganisatie twee momenten zijn, waaraan tot nog toe weinig aandacht is geschonken, hoewel door rekening daarmee te houden veelal een voor alle betrokken partijen meer billijke regeling zou kunnen worden verkregen. Deze momenten zijn: ten eerste de mate, waarin elk der geldgeversgroepen in de lasten van de reorganisatie heeft gedeeld, en ten tweede de mate, waarin zij in het verleden van eventuele winsten hebben geprofiteerd. Indien het gewoon aandeelenkapitaal door het bij de reorganisatie bepaalde verlies sterk wordt gereduceerd, zal volgens het eerste beginsel den aandeelhouders een belangrijk aandeel in de toekomstige winst moeten worden toegekend. Wanneer zij echter in het verleden, dank zij de aanwezigheid van niet- of beperkt winstdeeland preferent aandeelenkapitaal of obligatiekapitaal, uitermate groote winst hebben genoten, dan kan hun aandeel in de toekomstige winst belangrijkh



worden gereduceerd ten gunste van hen, die in het verleden van de gunstige resultaten in geringe mate hebben geprofiteerd, i.c. de preferente aandeelhouders. Uit deze beginselen volgt tevens, dat een afwijking van de liquidatierangorde niet steeds tot het scheppen van compensaties aanleiding behoeft te geven. Worden van preferente aandeelhouders offers gevraagd in den vorm van reductie van primair dividend, dan is dat op zichzelf nog geen reden tot compensatie, ook al zijn de rechten van de gewone aandeelhouders nog niet geheel teniet gedaan. Een reden tot compensatie ontstaat eerst als, zooals hierboven werd aangegeven, preferente aandeelhouders in tegenstelling tot de gewone, ook in het verleden weinig of niet van de winst hebben geprofiteerd, dus in het geval, dat ze niet of beperkt winstdeelend waren. <sup>1)</sup>

We komen nu aan de bespreking van de positie van de overige groepen van belanghebbenden bij de reorganisatie. Allereerst de eventuele nieuwe geldgevers. Indien het welslagen van de reorganisatie afhangt van het verkrijgen van nieuwe middelen, hebben de verschaffers van die middelen uiteraard een machtige positie. De grens voor de benutting van die positie ligt in hetgeen de oude geldgevers zouden verkrijgen bij eventuele liquidatie. Ook hier komt echter het uitoefenen van die macht tot deze grens in strijd met de rechtvaardigheid. Wat de nieuwe geldgevers behooren te ontvangen, is allereerst een behoorlijke rente over het beschikbaar gestelde vermogen, en bovendien een meer of minder belangrijk aandeel in de overwinst ter compensatie van de door hen aanvaarde grootere onzekerheid. Wanneer de oude aandelen niet geheel behoeven te worden afgestempeld, is dit het best te bereiken door preferente winstdeelende aandelen. In de zes gevallen, dat preferente aandelen tot dit doel worden uitgegeven, waren er twee, waarbij den houders cumulatieright werd toegekend. Kramer <sup>2)</sup> meent, dat het cumulatieright in dergelijke gevallen gewenscht is. Ons wil het voorkomen, dat juist in deze gevallen het cumulatieright kan worden gemist, en in het algemeen ook niet wenschelijk is. Het gevaar is juist kort na de reorganisatie niet denkbeeldig, dat weer een ophooping van achterstallig dividend ontstaat. Dit vormt voor de eventuele aantrekking van nieuw vermogen een zoodanige belemmering, dat een nieuwe reorganisatie noodig kan worden.

Ook wanneer de oude aandelen nog niet geheel zijn afgeschreven, komt aantrekking van nieuw vermogen in den vorm van gewone aandelen voor. Indien de oude aandelen in sterke mate moeten worden afgestempeld en daartegenover een belangrijk nieuw vermogen noodig is, zal gebruikmaking van preferente aandelen tot een eigenaardige kapitalisatie voeren. Dit o.a. was het geval bij de reorganisatie van de Vereenigde Chemische Fabrieken, waar sedert het preferente aandelenkapitaal sterk overwegend was. Thans is de gelegenheid geopend deze preferente aandelen om te wisselen in gewone teneinde een meer normale vermogensstructuur te verkrijgen. De toepassing van gewone

<sup>1)</sup> Tegen de toepassing van het tweede beginsel zou kunnen worden aangevoerd, dat de actuele belanghebbenden niet dezelfde behoeven te zijn als degenen, die in het verleden van groote winsten hebben geprofiteerd. Bij de aandeelhouders is dit zeer zeker het geval. Immers de aandeelhouder die zijn aandeel voor de reorganisatie verkocht heeft, kan niet meer achterhaald worden, zijn opvolger heeft niet van de gunstige jaren geprofiteerd en zou door toepassing van dit beginsel toch verplicht zijn een belangrijke reductie van zijn rechten te aanvaarden. We moeten hier echter de aandeelhouders, en dat geldt ook voor elke andere groep van belanghebbenden, zien als collectiviteit. Hij die tot die collectiviteit toetreedt, aanvaardt daarmee alle voor- en nadeelen, die daaraan verbonden zijn; omgekeerd hij die uitreedt, bevrijdt zich van de verplichtingen die uit het deelhebberschap voortvloeien, maar is daartegenover ook verstoken van de eventueel daaraan verbonden voordeelen.

<sup>2)</sup> T. a. p. Hoofdst. III § 3.



aandeelen ter verkrijging van nieuw vermogen heeft ook bij sterke reductie van het oude aandeelenkapitaal dit voordeel voor de oude aandeelhouders, dat ook bij geringe winsten hun vermogen toch niet geheel renteloos blijft. Bestaat bij geringe winsten een preferent aandeelenkapitaal van aanzienlijken omvang, dan is er groote kans, dat er geen dividend voor de oude aandeelhouders overblijft. Het aantal gevallen dat nieuw vermogen in den vorm van gewone aandeelen werd aangetrokken, is grooter dan dat, waarbij van preferente aandeelen gebruik werd gemaakt <sup>1)</sup>).

Wanneer preferente aandeelen worden gebezigd, is het in het algemeen af te keuren, indien het preferente dividend meer bedraagt dan de normale rente over het geïnvesteerde vermogen. Een enkele maal komen zeer hoge percentages primair dividend voor. Zoo ontmoetten we bij de reorganisaties van de Verzekeringsbank Kosmos en bij de N.V. Solleveld, v. d. Meer en T. H. van Hattum's Stoomvaartlijnen percentages van 10 %, bij de eerste reorganisatie van de Nederlandsche Bioscoop Trust was het primair dividend zelfs 13 %. Het aantrekken van nieuw vermogen op deze wijze maakt het voortbestaan van de onderneming hoogst twijfelachtig. De bijzondere risico's, die de geldgevers bij verstrekking van vermogen aanvaarden, behooren te worden beloond door een aandeel in de overwinst, niet door een belooning in den vorm van rente over het geïnvesteerde vermogen. De mogelijkheid, dat het vermogen van de oude geldgevers na de reorganisatie nog rendeeren zal, wordt bij deze hoge dividend-preferenties ook vrij twijfelachtig.

We gaan nu over tot de bespreking der belangen van diegenen, die niet wegens participatie in het vermogen, maar op grond van hun arbeid of uit anderen hoofde deel hebben in de resultaten der onderneming.

Het verleenen van compensaties aan bepaalde groepen van geldgevers komt gewoonlijk neer op verkleining van de overwinst of althans van het aandeel van bestuurders daarin.

Indien, na reorganisatie gepaard gaande met reductie van de nominale waarde van het aandeelenkapitaal, de statutaire winstverdeling dezelfde zou blijven, zouden de tantiëmisten bevoordeeld worden, althans relatief, d.w.z. vergeleken met de geldgevers. Immers, door deze reductie wordt de grondslag voor het bepalen van het primair dividend kleiner. Van de winst gaat minder af aan primair dividend, en de overwinst, waaruit de tantiëmisten worden beloond, blijft grooter. Kramer merkt terecht op, dat het bedrag, dat de bestuurders zullen ontvangen daardoor nog niet grooter behoeft te worden, omdat de winstcapaciteit der onderneming gedaald zal zijn. In verhouding tot de geldgevers zijn echter de tantiëmisten bevoordeeld. Voor een dergelijke begunstiging zal in het algemeen geen reden zijn. Door de toekenning van compensaties aan bepaalde groepen van geldgevers kan het aandeel der tantiëmisten in de overwinst belangrijk dalen. Indien het winstaandeel een belooning vormt voor in het belang van de onderneming verrichten arbeid, zullen de winstaanspraken der tantiëmisten ook aldus geregeld moeten worden dat zij voor hun diensten een normale remuneratie ontvangen. Die belooning zal afhankelijk dienen te zijn van den omvang hunner werkzaamheden, van de verantwoordelijkheid, die zij aanvaarden, en van de stabiliteit van de in uitzicht gestelde vergoeding.

Spraken we tot nog toe over de tantième als belooning voor verrichten arbeid, het winstaandeel kan ook bedoeld zijn als belooning voor initiatief. Dit is het geval bij de uitreiking van oprichters- en winstbewijzen. Een reden voor de belooning van initiatief

<sup>3)</sup> Kramer vermeldt hier ook zes gevallen, Kramer. t.a.p. Hoofdst. III § 3. Bij ons eigen onderzoek, dat op latere jaren betrekking had, constateerden wij 4 gevallen, waarin preferente aandeelen werden uitgegeven en 8, waarin gewone aandeelen geëmitteerd werden.



kan alleen bestaan in het feit, dat de organisatie, waartoe de oprichters het initiatief nemen, in staat is een ondernemerspremie te vormen, de winst moet dus uitgaan boven de normale belooning van de geldgevers. <sup>1)</sup> Voor de handhaving van deze belooning na de reorganisatie is dus meestal geen reden. Immers, de onderneming, waartoe deze ondernemers het initiatief namen, levert geen ondernemerspremie meer op. Niettemin zien we toch dat juist de rechten van deze groepen het minst worden aangetast. Dit vindt zijn oorzaak in het feit dat de positie van deze groepen veelal zeer sterk is. Immers bij liquidatie hebben zij niets te verliezen. Komt door haar weigering een offer te brengen, geen reorganisatie tot stand, dan is er voor haar nog niets verloren. Gewoonlijk zal men dan ook geneigd zijn en terwille van het slagen der reorganisatie en omdat de winstaanspraken van de oprichtersbewijzen in verhouding tot die der overige winstgerechtigden veelal gering zullen zijn, aan de eischen van deze groep tegemoet te komen. Bij de door Kramer onderzochte gevallen waren er 32 waarbij oprichtersbewijzen uitstonden. In de helft dezer gevallen bleef het aandeel der oprichtersbewijzen onaangetast. Slechts in 7 gevallen werden de oprichtersbewijzen bij de reorganisatie ingetrokken. <sup>2)</sup>

De hier ontwikkelde beginselen, in het bijzonder die welke betrekking hebben op de positie van de oorspronkelijke groepen van belanghebbenden, zullen veelal niet kunnen worden verwezenlijkt indien we de financieele reconstructie van het onderling overleg tusschen betrokkenen laten afhangen. De groepen, die de sterkste positie innemen, zullen haar macht tot de grens van het economisch mogelijke trachten te benutten. Zoo kunnen bestuurders en oprichters en soms ook aandeelhouders, wanneer het aandeelenbezit in handen van een beperkt aantal is geconcentreerd, zorgen dat hun belangen zoover mogelijk veilig gesteld worden en de grootste offers door andere minder machtige groepen worden gebracht. De vraag kan worden gesteld of het niet op het terrein van de overheid ligt, te zorgen dat bij reorganisatie de belangen van de zwakkere groepen niet te veel op den achtergrond worden gedrongen. Een regeling als in de Vereenigde Staten geldt, waarbij het reorganisatie-schema door den bevoegden „receiver” moet worden goedgekeurd, zou een mogelijkheid bieden om deze belangen tot hun recht te laten komen. De receiver kan bij de beoordeeling van het schema nagaan of het plan aan de belangen van alle partijen recht laat wedervaren. Hij zal daarbij ook gelegenheid hebben na te gaan in hoeverre de hierboven naar voren gebrachte beginselen toepassing kunnen vinden.

<sup>1)</sup> Zooals bekend, wordt in de Vereenigde Staten de belooning van het initiatief door middel van de kapitalisatie geregeld. De „common shares” vormen den grondslag voor deze belooning.

<sup>2)</sup> T.a.p. Hoofdst. III § 8.



## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR (Boeken)

- |   |  |
|---|--|
| BERLE JR., A. V. & GARD.<br>C. MEANS        | The modern corporation & Private property. London/New York 1935.   |
| BISHOP, A. L.                               | The Financing of Business Enterprise. New York/London 1929.  |
| CLARK, J. B.                                | Distribution of Wealth. New York 1914.   |
| COBBENHAGEN, M. J. H.                       | De verantwoordelijkheid i. d. Onderneming. Roermond 1927.  |
| COULTRE LE, W.                              | Praxis der Bilanzkritik. Berlin/Wien 1926.   |
| DEWING, A. S.                               | Corporate Promotions & Reorganizations. Cambridge (Mass.) 1914.  |
| "   | Financial Policy of Corporations. New York 1920.   |
| EMMERICH, H.                                | De Saneering. Haarlem 1937.  |
| EUCKEN, W.                                  | Grundlagen der Nationalökonomie. Jena 1941.  |
| FISCHER                                     | Das Sanierungsproblem. Leipzig 1911.   |
| FLEEGE-ALTHOFF, FR.                         | Die notleidende Unternehmung I. Stuttgart 1930.  |
| FOX, F. C. & P. G. SHARP.                   | Business Ethics. New York/London 1937.   |
| FRIED, FERD.                                | Ende des Kapitalismus. Jena 1931.  |
| GELDMACHER, E.                              | Kapitalbewertung u. Kapitalerhaltung. In Kapital und Kapitalismus<br>Iler Band. Berlin 1931.             |
| GRINTEN, v. d., C. W. EN<br>G. L. LUNENBERG | Ondernemingsvormen. Alphen a. d. Rijn 1943.  |
| GROOT, A. M.                                | Moderne Kostprijsoptvattingen. Purmerend '38.  |
| GUTENBERG, E.                               | Finanzierung u. Sanierung. Handwörterbuch der Betriebswirtschaft<br>Bnd. I. Stuttgart 1938.              |
| HAYEK v., F.                                | Profits, Interest and Investment. London 1939.   |
| HOLTROP, M. W.                              | De omloopsnelheid van het geld. Amsterdam 1928.  |
| JONGH DE, B. H.                             | Beschouwingen over eenige effecten en credietvormen. Den Haag 1924.                                      |
| KETEL v., A. B. A.                          | Schetsen u. d. Financiering v. d. Onderneming. Bedr. Ec. Monogra-<br>fieën deel VIII en IX, Leiden 1944. |
| KEYNES, J. M.                               | General Theory of Employment, Interest and Money. London 1936.   |
| KRAMER, H. A. E.                            | Reorganisatie van Naamlooze Vennootschappen in Nederland. Diss.<br>Rotterdam 1928.                       |
| LOUGH, W.                                   | Business Finance. New York 1922.   |
| LINCOLN, E. E.                              | Applied Business Finance. Chicago/New York 1923.   |
| LOHMANN, M.                                 | Der Wirtschaftsplan der Unternehmung. Berlin/Leipzig 1930.   |
| MANNHEIMER, W.                              | Sanierung. Berlin 1924.  |
| MEIJ JR., J. L.                             | Leerboek der Bedrijfseconomie I. Wassenaar 1946.   |
| MOSER, J.                                   | Kapitalisatie van Holding Companies. Diss. Rotterdam 1921.   |
| PIGOU, A. C.                                | Economics of Welfare. 3rd. ed. London 1929.  |
| POLAK, N. J.                                | Eenige grondslagen voor de Financiering van de Onderneming. 6e druk.<br>Haarlem 1937.                    |
| PRION, W.                                   | Selbstfinanzierung der Unternehmung, Berlin 1931.  |
| "   | Die Lehre vom Wirtschaftsbetrieb. Berlin 1935.   |
| "   | Kapital und Betrieb. Berlin 1939.  |
| PŠENIČNÝ, W.                                | Die Krisenfestigkeit der Unternehmung. Wien 1934.  |



- RIEGER, W. Einführung in die Privatwirtschaftslehre. Nürnberg 1928.  
 " Ueber Geldwertschwankungen. Stuttgart 1938.  
 RINK, E. Liquidität und Risiko. Wien 1935.  
 RÖPKE, W. Krise und Konjunktur. Leipzig 1932.  
 SANDIG, E. Finanzierung mit Fremdkapital. Stuttgart 1930.  
 SCHIFF, E. Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung im Konjunkturverlauf. Wien 1938.  
 SCHMALENBACH, E. Finanzierungen. Leipzig 1937.  
 " Die Aufstellung von Finanzplänen. Leipzig 1939.  
 SCHMIDT, H. W. F. Die Kapitalfehlleitung in der Unternehmung. Bühl-Baden. 1935.  
 SMITH, RAYMOND F. & ARTHUR H. WINAKOR Changes on the financial structure of unsuccessful industrial corporations. Alabama 1935.  
 SPANJAARD, B. K. Theoretische Beschouwing betr. Crediet- en Kapitalvoorziening door Banken a. d. Industrie. Delft 1931.  
 STÜCKEN Liquidität der Banken. Berlin 1940.  
 VALK, W. L. Conjunctuordiagnose. Haarlem 1935.  
 WALB, E. Kapitalverbrauch und Kapitalfehlleitung. Kapital und Kapitalismus 2er Band. Berlin 1931.  
 ZENTNER, G. Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung. Berlin/Wien 1932.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

(Tijdschrift- en andere artikelen)

- BERKUM, P. P. v. Liquiditeit in de productie-onderneming. Inaug. rede Rede Tilburg 1939.  
 " Beschouwingen n.a.v. de reorganisatie bij v. Vollenhoven. Maandschr. Economie. Februari 1941.  
 " Economische Statistische Berichten Juni 1944 no. 1459.  
 " Kapitaalvorming i.d. Onderneming, Maandschrift Economie Oct./Nov. 1943.  
 " Grondelement v. h. Liquiditeitsbegrip. Maandbl. v. Sociale Wetenschappen No. 1.  
 " Aansprakelijkheid in de Naamlooze Vennootschap. Ver. tot Bevordering v. d. Beoefening der Wetenschap o.d. Katholieken in Nederland.  
 BLIND, A. Zur statistischen Erfassung des Kapitalverzehr. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1934.  
 BOUFFIER, W. Die Starheit des Fremdkapitals. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1934. Heft I.  
 BUCHANAN, NORMAN S. The Economics of Corporate Reorganization. Quarterly Journal of Economics Nov. 1938.  
 " Theory and Practice in dividend distribution. Quarterly Journal of Economics Nov. 1938.  
 " Theory and Practice in dividend distribution. Quarterly Journal of Economics. Vol. 53 L 3 1939.  
 COBBENHAGEN, M. J. H. De reserve-vorming en haar beteekenis voor kapitaalvorming en kapitaal-distributie. Bedr. Economische Studiën. Haarlem 1932.  
 FOLLIET, ED. Le gain comptable. Etudes économiques et sociales. Uitgegeven ter gelegenheid v. h. 25-jarig bestaan v. d. Faculté des Sciences économiques et sociales. Université de Genève. Genève 1941.  
 GEULJANS, R. De Institutiongedachte. Kath. Cult. Tijdschrift Augustus 1945.



- GRUISEN, v., J. O. Een serie artikelen in de Naamlooze Vennootschap van 15 Mei en 15 Augustus 1936.
- HAYEK v., F. Maintaining Capital Intact. A Reply. *Economica* Augustus 1941.
- HENNIPMAN, P. Kapitaalvorming i. d. Onderneming. Bedr. Ec. Opstellen aang. a. Prof. Th. Limperg Jr. Groningen 1938.
- HUYSMANS, G. W. M. Naamlooze Vennootschap 1930/31.
- JONGH, DE, B. H. Invloed v. h. Depressieverschijnsel o. d. Onderneming. Openbare Les, Leiden. Roermond 1926.
- JONGH, DE, J. G. De reservevorming der Nederlandsche Naamlooze Vennootschappen. Diesrede Rotterdam 1919. Bedr.-Economische Studiën. Haarlem 1932.
- JACOBS, L. Het reorganisatie-vraagstuk. Maandblad v. Accountancy en Bedr. huishoudkunde 1930.
- MELLEROWICZ, K. Selbstfinanzierung der Industrie. Festgaben für Wilh. Kalveram, Berlin 1942.
- MEIJ, JR., J. L. Reservevorming i. d. Naamlooze Vennootschap. De Naamlooze Vennootschap 1931.
- " Autocratie en Democratie i. h. beheer der Naamlooze Vennootschappen. De Naamlooze Vennootschap 1934.
- " Eenige opmerkingen over de leer van de financiering. Maandbl. v. Soc. Econ. Wetenschappen Oct./Nov. 1944.
- MUTHESIUS, V. Die Aktie gestern und heute. Die deutsche Volkswirtschaft 1944 Nr. 8.
- NIJST, J. J. M. H. Reconstructie in Naamlooze Vennootschappen. Een serie artikelen in het Maandbl. b. Accountancy en Bedr.-huishoudkunde 1936.
- PIGOU, A. C. Maintaining Capital Intact. *Economica* Augustus 1941.
- POLAK, N. J. Waardeerings- en Balansproblemen. Bedr. Ec. Studiën. Haarlem 1932.
- " Reorganisatie en rentestand. De Naamlooze Vennootschap Febr. 1938 en de critiek op dit artikel in het Amsterdamsch Effectenblad van 25 Februari 1938.
- " Geheime reserveeringen; geheime en stille reserves. Maandbl. v. Accountancy & Bedr. Huishoudkunde 1939.
- SCHMIDT, F. Die Abschöpfung vom Uebergewinn. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1931 Heft I.
- " Kriegs- und Rüstungsgewinn. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1937.
- SCHROEFF, v. D., H. J. Maandbl. v. Accountancy & Bedr. Huishoudkunde 1941.
- STERNHEIM, A. De Kroniek. Jaargang 1937/39.
- SETZER, L. H. The mobility of Capital. Quarterly Journal of Economics 1930/31.
- TERRIER, C. De la Sécurité du Capital emprunté. Etudes économiques et sociales. Verschenen ter gelegenheid van het 25-jarig bestaan v. d. Faculté des Sciences Economiques et Sociales. Université de Genève. Genève 1941.
- WESTSTRATE, C. Het liquiditeitsprobleem. De Economist 1939.
- WEIDENHAMMER, R. Faultly Investment of Corporate Savings. Am. Review. Vol. XXIII no. 1.
- WILLEMS, J. Maasbode 29 November 1936.



# BIJLAGEN











### BIJLAGE III. Behoorend bij Hoofdstuk V § 4.

Cijfers betreffende kapitaal- en vermogensstructuur van enkele gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen behorende tot verschillende takken van nijverheid.<sup>1)</sup>

#### 1. CHEMISCHE INDUSTRIE

Als voorbeelden van in de door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de W. A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek en de C. C. Rommenhölgersche Zuurstoffabrieken.

##### Activa.

##### HOEK'S MACH. EN ZUURSTOFFABRIEK

Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	7.12	3.85	10.30	3.53	14.18	0.90	60.12	—
1925	10.90	8.69	12.84	3.27	10.64	0.86	52.80	—
1926	13.38	10.08	12.95	4.31	10.71	0.84	47.73	—
1927	11.98	16.77	11.83	4.64	10.22	0.79	43.77	—
1928	12.81	23.86	16.12	4.44	6.62	0.72	35.43	—
1929	14.85	25.61	19.06	4.16	5.40	0.66	30.26	—
1930	15.31	32.22	13.87	4.96	3.26	0.66	29.72	—
1931	12.93	36.23	11.66	5.28	6.54	0.77	26.59	—
1932	17.98	37.48	9.66	5.01	4.70	0.79	24.38	—
1933	20.45	43.30	8.07	4.74	4.64	0.81	17.99	—
1934	21.03	42.67	11.12	4.40	4.30	0.82	15.66	—
1935	17.19	49.03	10.22	4.21	4.24	0.80	14.31	—
1936	13.25	43.86	8.95	4.08	3.88	0.72	25.26	—
1937	16.04	35.02	11.16	3.90	4.76	0.62	28.50	—
1938	14.97	38.87	9.28	4.87	3.49	0.60	27.92	—
1939	15.91	38.10	8.82	5.41	3.60	0.58	27.58	—
1940	10.13	39.96	7.81	5.77	8.68	0.62	27.03	—
1941	9.93	37.83	10.60	5.17	10.13	0.61	25.73	—
1942	11.60	38.17	9.71	4.55	9.83	0.61	25.53	—

\* 1925-1929 incl. de rekening „Deelnemingen”

\*\* 1930-1942 incl. vorderingen op Deelnemingen.

##### R O M M E N H Ö L L E R

Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	12.90	—	14.62	—	—	10.62	61.67	—
1925	13.98	10.29	20.92	—	—	—	54.45	—
1926	8.50	6.99	31.09	—	—	—	53.10	—
1927	7.92	6.34	31.29	—	—	—	54.24	—
1928	8.17	6.54	35.42	—	—	—	49.72	—
1929	11.18	42.72	2.28	—	—	—	43.70	—
1930	3.47	8.24	2.20	—	—	**	42.31	43.60
1931	7.54	15.69	3.28	—	—	—	35.80	37.60
1932	15.71	18.01	2.52	—	—	—	24.22	39.36
1933	13.60	18.59	7.57	—	—	—	25.50	34.60
1934	11.81	18.71	2.76	—	—	—	32.41	34.07
1935	4.76	16.40	18.97	—	—	—	32.01	27.35
1936	3.48	18.01	22.29	—	—	—	26.55	29.11
1937	13.24	16.27	13.98	—	—	—	27.07	28.93
1938	5.88	14.94	22.51	—	—	—	27.38	28.93
1939	21.75	12.86	2.26	—	—	—	19.52	43.13
1940	7.77	13.14	2.29	—	—	—	28.21	48.08
1941	10.94	11.49	2.35	—	—	—	18.39	56.51
1942	22.78	14.97	2.63	—	—	—	11.61	47.73

##### OPMERKINGEN:

*Hoek:* Reserve-activa zeer belangrijk (soms stijgend tot 60 % van het totale kapitaal) hetgeen wijst op een sterke overliquiditeit. Verloop der reserve-activa tegengesteld

##### <sup>1)</sup> VERKLARING DER GEBRUIKTE AFKORTINGEN IN BIJLAGE III, IV EN VI.

K.	Kasmiddelen	I.A.	Immaterieele activa
Eff.	Effecten (excl. deelnemingen in andere maatschappijen)	G.K.	Aandeelenkapitaal
Deb.	Debiteuren	Res.	Reserves
Voor.	Voorraden	Pr. K.	Pref. aandelen
VI. A.	Overige Vlottende activa	Prior. K.	Prioriteitsaandelen
D.	Deelnemingen	Obl.	Obligaties
V. A.	Vaste Activa	V.K.(L.)	Ander vreemd vermogen op langen termijn.
		V.K.(K.)	Vreemd kort vermogen



aan dat der vaste activa, dat afnemend is; vaste activa in te groote mate met eigen vermogen gefinancierd, voor uit afschrijving vrijkomende gelden blijkbaar geen emplooi.

*Rommenh  ller*: Reserve-activa eveneens belangrijk, echter geen overliquiditeit als bij Hoek. Beschikbare middelen geïnvesteerd in uitbreiding (deelnamen, debiteuren).

### *Passiva.*

#### HOEK's MACH. EN ZUURSTOFFFABRIEK

Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	58. <sup>13</sup>	16. <sup>99</sup>	—	—	20. <sup>35</sup>	—	4. <sup>53</sup>
1925	57. <sup>56</sup>	18. <sup>73</sup>	—	—	17. <sup>27</sup>	—	6. <sup>44</sup>
1926	56. <sup>22</sup>	20. <sup>59</sup>	—	—	14. <sup>06</sup>	—	9. <sup>13</sup>
1927	56. <sup>05</sup>	22. <sup>24</sup>	—	—	11. <sup>21</sup>	—	10. <sup>50</sup>
1928	54. <sup>65</sup>	24. <sup>29</sup>	—	—	8. <sup>20</sup>	—	12. <sup>86</sup>
1929	49. <sup>41</sup>	27. <sup>86</sup>	—	—	4. <sup>94</sup>	—	17. <sup>79</sup>
1930	50. <sup>87</sup>	32. <sup>81</sup>	—	—	2. <sup>54</sup>	—	13. <sup>78</sup>
1931	54. <sup>14</sup>	37. <sup>52</sup>	—	—	—	—	8. <sup>34</sup>
1932	53. <sup>50</sup>	41. <sup>06</sup>	—	—	—	—	5. <sup>44</sup>
1933	50. <sup>84</sup>	43. <sup>53</sup>	—	—	—	—	5. <sup>63</sup>
1934	49. <sup>03</sup>	44. <sup>70</sup>	—	—	—	—	6. <sup>27</sup>
1935	48. <sup>06</sup>	44. <sup>44</sup>	—	—	—	—	7. <sup>50</sup>
1936	44. <sup>40</sup>	44. <sup>35</sup>	—	—	—	—	11. <sup>25</sup>
1937	40. <sup>90</sup>	44. <sup>08</sup>	—	—	—	—	15. <sup>02</sup>
1938	39. <sup>85</sup>	48. <sup>49</sup>	—	—	—	—	11. <sup>66</sup>
1939	37. <sup>45</sup>	49. <sup>39</sup>	—	—	—	—	13. <sup>16</sup>
1940	37. <sup>11</sup>	58. <sup>06</sup>	—	—	—	—	4. <sup>83</sup>
1941	76. <sup>39</sup>	19. <sup>00</sup>	—	—	—	—	4. <sup>61</sup>
1942	74. <sup>11</sup>	21. <sup>20</sup>	—	—	—	—	4. <sup>69</sup>

#### ROMMENH  LLER

Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	43. <sup>28</sup>	22. <sup>47</sup>	—	—	34. <sup>09</sup>	—	—. <sup>16</sup>
1925	43. <sup>83</sup>	23. <sup>28</sup>	—	—	32. <sup>59</sup>	—	—. <sup>30</sup>
1926	43. <sup>51</sup>	25. <sup>87</sup>	—	—	29. <sup>65</sup>	—	—. <sup>97</sup>
1927	43. <sup>58</sup>	27. <sup>70</sup>	—	—	27. <sup>77</sup>	—	—. <sup>95</sup>
1928	41. <sup>26</sup>	26. <sup>22</sup>	—	—. <sup>73</sup>	24. <sup>46</sup>	—	7. <sup>33</sup>
1929	35. <sup>39</sup>	35. <sup>43</sup>	—	—. <sup>63</sup>	19. <sup>42</sup>	—	9. <sup>13</sup>
1930	39. <sup>24</sup>	36. <sup>21</sup>	—	—. <sup>70</sup>	19. <sup>79</sup>	—	4. <sup>06</sup>
1931	39. <sup>02</sup>	38. <sup>89</sup>	—	—. <sup>69</sup>	17. <sup>95</sup>	—	3. <sup>45</sup>
1932	46. <sup>54</sup>	47. <sup>39</sup>	—	—. <sup>82</sup>	—	—	5. <sup>25</sup>
1933	45. <sup>36</sup>	47. <sup>17</sup>	—	—. <sup>80</sup>	—	—	6. <sup>67</sup>
1934	45. <sup>95</sup>	47. <sup>78</sup>	—	—. <sup>81</sup>	—	—	5. <sup>46</sup>
1935	45. <sup>62</sup>	47. <sup>44</sup>	—	—. <sup>81</sup>	—	—	6. <sup>13</sup>
1936	45. <sup>24</sup>	47. <sup>04</sup>	—	—. <sup>80</sup>	—	—	6. <sup>92</sup>
1937	42. <sup>71</sup>	44. <sup>41</sup>	—	—. <sup>76</sup>	—	—	12. <sup>12</sup>
1938	45. <sup>06</sup>	46. <sup>85</sup>	—	—. <sup>80</sup>	—	—	7. <sup>29</sup>
1939	40. <sup>51</sup>	52. <sup>97</sup>	—	—. <sup>72</sup>	—	—	5. <sup>80</sup>
1940	39. <sup>40</sup>	53. <sup>90</sup>	—	—. <sup>69</sup>	—	—	6. <sup>01</sup>
1941	66. <sup>39</sup>	25. <sup>16</sup>	—	—. <sup>47</sup>	—	—	7. <sup>98</sup>
1942	60. <sup>00</sup>	27. <sup>21</sup>	—	—. <sup>42</sup>	—	—	12. <sup>37</sup>

### OPMERKINGEN:

*Hoek en Rommenh  ller*: Eigen vermogen belangrijk toenemend. In 1941/2 omzetting van reserves in aandelenkapitaal.

Obligatie-leening in 1930/31 verdwenen; weinig kort vermogen.



Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de Lijm- en Gelatinefabriek te Delft.

*Activa.*

LIJM- EN GELATINEFABRIEK „DELFT”

Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	— <sup>33</sup>	—	10. <sup>93</sup>	32. <sup>13</sup>	—	— <sup>01</sup>	56. <sup>60</sup>	—
1925	— <sup>41</sup>	—	9. <sup>39</sup>	27. <sup>24</sup>	—	— <sup>01</sup>	62. <sup>95</sup>	—
1926	— <sup>13</sup>	—	7. <sup>21</sup>	27. <sup>85</sup>	—	— <sup>01</sup>	64. <sup>80</sup>	—
1927	— <sup>37</sup>	—	8. <sup>26</sup>	25. <sup>77</sup>	—	—	65. <sup>60</sup>	—
1928	— <sup>44</sup>	—	8. <sup>39</sup>	26. <sup>98</sup>	—	—	64. <sup>19</sup>	—
1929	1. <sup>14</sup>	— <sup>44</sup>	7. <sup>18</sup>	22. <sup>94</sup>	—	—	68. <sup>30</sup>	—
1930	— <sup>92</sup>	— <sup>62</sup>	7. <sup>80</sup>	22. <sup>02</sup>	— <sup>59</sup>	—	68. <sup>05</sup>	—
1931	1. <sup>14</sup>	— <sup>25</sup>	5. <sup>51</sup>	22. <sup>13</sup>	— <sup>10</sup>	—	70. <sup>87</sup>	—
1932	— <sup>47</sup>	— <sup>27</sup>	5. <sup>62</sup>	16. <sup>56</sup>	— <sup>45</sup>	—	76. <sup>63</sup>	—
1933	— <sup>72</sup>	— <sup>97</sup>	5. <sup>95</sup>	13. <sup>87</sup>	— <sup>11</sup>	—	78. <sup>38</sup>	—
1934	— <sup>50</sup>	— <sup>61</sup>	5. <sup>53</sup>	14. <sup>45</sup>	— <sup>13</sup>	—	78. <sup>78</sup>	—
1935	— <sup>53</sup>	— <sup>59</sup>	6. <sup>39</sup>	12. <sup>85</sup>	— <sup>30</sup>	8. <sup>24</sup>	71. <sup>10</sup>	—
1936	— <sup>25</sup>	— <sup>62</sup>	8. <sup>29</sup>	11. <sup>09</sup>	— <sup>08</sup>	8. <sup>38</sup>	71. <sup>29</sup>	—
1937	— <sup>34</sup>	1. <sup>13</sup>	18. <sup>17</sup>	27. <sup>05</sup>	1. <sup>48</sup>	13. <sup>70</sup>	38. <sup>13</sup>	—
1938	— <sup>20</sup>	— <sup>99</sup>	22. <sup>03</sup>	26. <sup>44</sup>	1. <sup>23</sup>	13. <sup>04</sup>	36. <sup>07</sup>	—
1939	— <sup>18</sup>	— <sup>82</sup>	28. <sup>71</sup>	27. <sup>30</sup>	— <sup>97</sup>	10. <sup>72</sup>	31. <sup>30</sup>	—
1940	— <sup>36</sup>	— <sup>77</sup>	41. <sup>42</sup>	21. <sup>23</sup>	3. <sup>33</sup>	8. <sup>43</sup>	24. <sup>46</sup>	—
1941	— <sup>59</sup>	3. <sup>81</sup>	44. <sup>39</sup>	16. <sup>50</sup>	3. <sup>47</sup>	6. <sup>96</sup>	24. <sup>28</sup>	—
1942	5. <sup>30</sup>	7. <sup>06</sup>	31. <sup>34</sup>	18. <sup>52</sup>	2. <sup>28</sup>	7. <sup>79</sup>	27. <sup>69</sup>	—

Reorganisatie

\* t/m 1928 incl. de rekening „Effecten”.

OPMERKINGEN:

Nagenoeg geen reserve-activa ondanks belangrijk „contingent” en „fixed charges”. Vaste activa een tot aan reorganisatie steeds stijgend deel van het totale actief. In de verhouding van debiteuren en voorraden komt hier niet veel verandering.



*Passiva.***LIJM- EN GELATINEFABRIEK „DELFT”**

Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	43. <sup>95</sup>	2. <sup>22</sup>	28. <sup>08</sup>	—	17. <sup>09</sup>	—	8. <sup>66</sup>
1925	39. <sup>16</sup>	—	30. <sup>61</sup>	—	15. <sup>97</sup>	—	14. <sup>26</sup>
1926	37. <sup>85</sup>	—	31. <sup>20</sup>	—	20. <sup>35</sup>	—	10. <sup>60</sup>
1927	38. <sup>00</sup>	—	31. <sup>32</sup>	—	17. <sup>71</sup>	—	12. <sup>97</sup>
1928	37. <sup>25</sup>	—	30. <sup>71</sup>	—	14. <sup>68</sup>	—	17. <sup>36</sup>
1929	49. <sup>28</sup>	—	34. <sup>07</sup>	—	12. <sup>92</sup>	—	3. <sup>73</sup>
1930	50. <sup>14</sup>	—	34. <sup>05</sup>	—	6. <sup>57</sup>	—	9. <sup>24</sup>
1931	52. <sup>33</sup>	—	35. <sup>55</sup>	—	6. <sup>43</sup>	—	5. <sup>69</sup>
1932	49. <sup>44</sup>	—	38. <sup>45</sup>	—	6. <sup>49</sup>	—	5. <sup>62</sup>
1933	47. <sup>95</sup>	—	39. <sup>53</sup>	—	6. <sup>19</sup>	—	6. <sup>33</sup>
1934	46. <sup>39</sup>	—	39. <sup>58</sup>	—	6. <sup>19</sup>	—	7. <sup>84</sup>
1935	46. <sup>75</sup>	—	39. <sup>89</sup>	—	6. <sup>25</sup>	—	7. <sup>11</sup>
1936	47. <sup>66</sup>	—	40. <sup>66</sup>	—	6. <sup>37</sup>	—	5. <sup>31</sup>
<b>Reorganisatie</b>							
1937	74. <sup>14</sup>	—	—	—	11. <sup>60</sup>	—	14. <sup>26</sup>
1938	81. <sup>00</sup>	—	—	—	10. <sup>57</sup>	—	8. <sup>43</sup>
1939	81. <sup>52</sup>	—	—	—	9. <sup>00</sup>	—	9. <sup>48</sup>
1940	72. <sup>19</sup>	4. <sup>79</sup>	—	—	3. <sup>46</sup>	—	19. <sup>56</sup>
1941	68. <sup>06</sup>	5. <sup>16</sup>	—	—	—	—	26. <sup>78</sup>
1942	70. <sup>58</sup>	—	—	—	—	—	29. <sup>42</sup>

**OPMERKINGEN:**

Reserves ontbreken. Naast gewoon een belangrijk preferent aandeelenvermogen, bovendien nog een obligatieleening; kort vermogen niet onbelangrijk. De relatieve stijging van het vreemde vermogen blijkt uit de eerste balans na de reorganisatie, waarin het vreemde vermogen weer 25 % van het totaal uitmaakt.



## 2. MACHINEFABRIEKEN. OVERIGE VERKEERSMIDDELENINDUSTRIE EN EL. TECHN. INDUSTRIE

Als voorbeelden van in de door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de N.V. Kon. Nederl. Grofsmederij en de N.V. Simplex Machine- en Rijwielfabrieken.

### Activa.

KON. NED. GROFSMEDERIJ								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1929	0.94	18.82	29.06	13.99	* 0.89	—	36.30	—
1930	9.24	28.16	12.63	12.28	0.92	—	36.77	—
1931	2.13	28.43	9.20	16.31	1.06	—	42.87	—
1932	3.67	28.13	6.78	18.49	1.40	—	41.53	—
1933	2.70	26.41	8.27	21.58	1.16	—	39.68	—
1934	0.32	23.41	8.61	27.57	1.17	—	38.92	—
1935	0.30	20.62	14.45	23.50	1.05	—	40.08	—
1936	0.32	16.03	18.87	23.41	1.02	—	40.35	—
1937	1.65	15.61	16.78	25.31	1.05	—	39.60	—
1938	3.72	8.87	16.37	30.04	1.08	—	39.92	—
1939	4.45	6.32	23.76	22.57	1.46	—	41.44	—
1940	5.58	6.08	20.34	25.74	1.50	—	40.76	—
1941	16.15	5.87	13.44	26.77	1.36	—	36.41	—
1942	8.86	4.96	14.72	33.22	1.18	—	37.06	—

S I M P L E X								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1929	9.20	—	40.82	17.39	0.26	—	32.33	—
1930	6.63	5.19	40.52	17.85	0.01	—	29.80	—
1931	10.36	5.52	39.26	15.25	0.65	—	28.96	—
1932	13.13	5.75	37.83	12.08	0.70	—	30.51	—
1933	15.66	10.14	30.47	13.25	0.30	—	30.18	—
1934	5.28	28.56	23.11	13.45	0.37	—	29.23	—
1935	2.77	27.99	19.96	15.81	0.53	—	32.94	—
1936	1.58	25.94	15.87	16.61	0.68	—	39.32	—
1937	1.81	25.99	12.92	20.51	0.54	—	38.23	—
1938	0.91	** 18.92	18.37	20.72	0.46	—	40.62	—
1939	0.95	23.84	22.01	13.65	0.34	—	39.21	—
1940	9.14	30.65	9.58	16.81	0.22	—	33.60	—
1941	6.98	33.65	4.08	20.48	0.47	—	34.34	—
1942	5.60	43.66	5.94	13.03	0.77	—	31.00	—

\* Incl. de rekening „Inventaris” 1919 t/m 1942 en „Reserve Risicobank” 1919—1942.

\*\* Incl. f 291.000.— nominaal eigen aandelen, welke tegen inkoopprijs belangrijk beneden pari zijn opgenomen.

### OPMERKINGEN:

*Grofsmederij:* Reserve-activa over het algemeen zeer belangrijk. In geen enkel jaar beneden 10 % van het totale actief. Vaste activa komen niet boven 40 % van het totaal.

*Simplex:* Reserve-activa zeer belangrijk, min. 12 %. Vaste activa komen niet boven 40 %.



*Passiva.*

KON. NED. GROFSMEDERIJ							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1929	32.20	36.74	—	.65	8.44	—	21.97
1930	27.88	31.97	—	.55	34.57	—	5.03
1931	32.12	25.22	—	.64	38.15	—	3.87
1932	32.81	21.45	—	.66	37.27	—	7.81
1933	31.67	19.52	—	.63	34.33	—	13.85
1934	31.15	19.21	—	.62	33.77	—	15.25
1935	28.69	14.06	—	.57	29.61	—	27.07
1936	27.75	15.38	—	.56	28.64	—	27.67
1937	27.92	16.51	—	.56	27.36	—	27.65
1938	28.36	16.95	—	.57	38.79	—	15.33
1939	31.45	17.30	—	.63	41.14	—	9.48
1940	32.07	18.50	—	.64	40.02	—	8.77
1941	38.47	19.12	—	.52	30.46	—	11.43

S I M P L E X							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1929	61.99	.11	—	—	31.00	—	6.90
1930	58.93	2.92	—	—	29.47	—	8.68
1931	57.51	9.02	—	—	28.76	—	4.71
1932	56.00	13.30	—	—	28.00	—	2.70
1933	56.74	13.47	—	—	27.41	—	2.38
1934	56.45	14.53	—	—	26.19	—	2.83
1935	61.28	15.53	—	—	21.07	—	2.12
1936	63.58	15.23	—	—	18.63	—	2.56
1937	64.93	15.56	—	—	17.60	—	1.91
1938	70.40	18.49	—	—	8.52	—	2.59
1939	71.57	18.97	—	—	6.87	—	2.59
1940	67.99	29.19	—	—	—	—	2.82
1941	53.59	43.09	—	—	—	—	3.32
1942	52.62	43.02	—	—	—	—	4.36

## OPMERKINGEN:

*Grofsmederij:* Vrij groote reserves: aanvankelijk 35, later afnemend tot 20 %. Belangrijke obligatie-financiering. 30 tot 40 %. Kort vermogen niet onbelangrijk (in verband met uitvoering van aangenomen werken).

*Simplex:* Vrij groote reserves, vooral na 1930, oplopend tot 30 % en in de laatste jaren zelfs tot 40 %. Obligatieleening vrij belangrijk geleidelijk afnemend tot 1939. Kort vermogen onbelangrijk.



Als voorbeelden van in de door ons beschouwde periode gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de N.V. Werkspoor en de N.V. Allan & Co.

*Activa.*

WERKSPoor								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	4. <sup>26</sup>	3. <sup>89</sup>	29. <sup>35</sup>	5. <sup>70</sup>	37. <sup>44</sup>	—	19. <sup>36</sup>	—
1925	1. <sup>27</sup>	5. <sup>14</sup>	30. <sup>26</sup>	5. <sup>15</sup>	39. <sup>04</sup>	—	19. <sup>14</sup>	—
1926	3. <sup>59</sup>	3. <sup>81</sup>	20. <sup>96</sup>	4. <sup>78</sup>	50. <sup>00</sup>	—	16. <sup>86</sup>	—
1927	1. <sup>62</sup>	3. <sup>75</sup>	22. <sup>53</sup>	5. <sup>46</sup>	47. <sup>76</sup>	—	18. <sup>88</sup>	—
1928	1. <sup>87</sup>	2. <sup>61</sup>	25. <sup>67</sup>	6. <sup>46</sup>	45. <sup>72</sup>	—	17. <sup>67</sup>	—
1929	0. <sup>16</sup>	2. <sup>60</sup>	38. <sup>65</sup>	8. <sup>13</sup>	28. <sup>75</sup>	—	21. <sup>71</sup>	—
1930	0. <sup>09</sup>	1. <sup>11</sup>	23. <sup>84</sup>	6. <sup>42</sup>	43. <sup>62</sup>	0. <sup>37</sup>	24. <sup>55</sup>	—
1931	0. <sup>54</sup>	1. <sup>26</sup>	23. <sup>37</sup>	6. <sup>79</sup>	31. <sup>54</sup>	0. <sup>49</sup>	36. <sup>01</sup>	—
1932	2. <sup>48</sup>	1. <sup>41</sup>	22. <sup>67</sup>	6. <sup>50</sup>	21. <sup>88</sup>	0. <sup>62</sup>	44. <sup>44</sup>	—
1933	0. <sup>36</sup>	1. <sup>36</sup>	22. <sup>55</sup>	5. <sup>69</sup>	27. <sup>48</sup>	0. <sup>60</sup>	41. <sup>96</sup>	—
1934	0. <sup>59</sup>	1. <sup>43</sup>	18. <sup>88</sup>	5. <sup>44</sup>	29. <sup>56</sup>	0. <sup>69</sup>	43. <sup>41</sup>	—
1935	2. <sup>11</sup>	1. <sup>38</sup>	15. <sup>14</sup>	5. <sup>77</sup>	24. <sup>65</sup>	0. <sup>87</sup>	50. <sup>08</sup>	—
1936	4. <sup>64</sup>	1. <sup>91</sup>	12. <sup>27</sup>	6. <sup>07</sup>	32. <sup>34</sup>	0. <sup>64</sup>	42. <sup>13</sup>	—
1937	0. <sup>37</sup>	2. <sup>08</sup>	17. <sup>70</sup>	10. <sup>57</sup>	20. <sup>87</sup>	0. <sup>87</sup>	47. <sup>54</sup>	—
1938	19. <sup>54</sup>	1. <sup>91</sup>	21. <sup>84</sup>	12. <sup>84</sup>	9. <sup>34</sup>	1. <sup>01</sup>	33. <sup>52</sup>	—
1939	6. <sup>32</sup>	1. <sup>49</sup>	18. <sup>74</sup>	14. <sup>97</sup>	29. <sup>30</sup>	0. <sup>90</sup>	28. <sup>28</sup>	—
1940	6. <sup>21</sup>	1. <sup>91</sup>	24. <sup>26</sup>	18. <sup>20</sup>	23. <sup>22</sup>	0. <sup>77</sup>	25. <sup>43</sup>	—
1941	14. <sup>14</sup>	3. <sup>72</sup>	—	—	49. <sup>02</sup>	—	20. <sup>44</sup>	—
1942	7. <sup>39</sup>	2. <sup>80</sup>	—	—	42. <sup>30</sup>	14. <sup>90</sup>	23. <sup>70</sup>	—

N.V. ALLAN & CO.								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	0. <sup>47</sup>	1. <sup>56</sup>	15. <sup>00</sup>	38. <sup>93</sup>	—	—	44. <sup>04</sup>	—
1925	0. <sup>56</sup>	1. <sup>75</sup>	15. <sup>31</sup>	36. <sup>77</sup>	—	—	45. <sup>61</sup>	—
1926	0. <sup>70</sup>	1. <sup>26</sup>	16. <sup>17</sup>	34. <sup>31</sup>	—	—	47. <sup>56</sup>	—
1927	0. <sup>56</sup>	1. <sup>32</sup>	13. <sup>33</sup>	34. <sup>54</sup>	—	—	50. <sup>25</sup>	—
1928	0. <sup>51</sup>	1. <sup>27</sup>	14. <sup>82</sup>	36. <sup>40</sup>	0. <sup>61</sup>	—	46. <sup>39</sup>	—
1929	0. <sup>72</sup>	0. <sup>86</sup>	16. <sup>66</sup>	38. <sup>56</sup>	—	—	43. <sup>20</sup>	—
1930	1. <sup>10</sup>	0. <sup>84</sup>	15. <sup>03</sup>	44. <sup>16</sup>	—	—	38. <sup>87</sup>	—
1931	0. <sup>56</sup>	0. <sup>93</sup>	20. <sup>58</sup>	29. <sup>24</sup>	—	—	48. <sup>69</sup>	—
1932	0. <sup>21</sup>	1. <sup>25</sup>	7. <sup>74</sup>	33. <sup>60</sup>	—	—	57. <sup>20</sup>	—
1933	0. <sup>18</sup>	1. <sup>36</sup>	5. <sup>53</sup>	30. <sup>26</sup>	—	—	62. <sup>67</sup>	—
1934	0. <sup>78</sup>	1. <sup>22</sup>	12. <sup>95</sup>	29. <sup>07</sup>	—	—	55. <sup>98</sup>	—
1935	0. <sup>32</sup>	1. <sup>47</sup>	3. <sup>05</sup>	22. <sup>72</sup>	—	—	72. <sup>44</sup>	—
1936	0. <sup>15</sup>	1. <sup>95</sup>	1. <sup>06</sup>	10. <sup>37</sup>	—	—	86. <sup>47</sup>	—
1937	0. <sup>11</sup>	1. <sup>04</sup>	1. <sup>01</sup>	50. <sup>93</sup>	—	—	46. <sup>91</sup>	—
1938	1. <sup>01</sup>	2. <sup>67</sup>	10. <sup>96</sup>	17. <sup>44</sup>	—	—	67. <sup>92</sup>	—
1939	0. <sup>31</sup>	1. <sup>75</sup>	11. <sup>17</sup>	40. <sup>64</sup>	—	—	46. <sup>13</sup>	—
1940	0. <sup>07</sup>	1. <sup>23</sup>	8. <sup>11</sup>	58. <sup>96</sup>	—	—	31. <sup>63</sup>	—
1941	0. <sup>10</sup>	1. <sup>44</sup>	38. <sup>83</sup>	43. <sup>42</sup>	0. <sup>60</sup>	—	15. <sup>61</sup>	—
1942	0. <sup>73</sup>	0. <sup>99</sup>	16. <sup>77</sup>	62. <sup>04</sup>	—	—	19. <sup>47</sup>	—

Reorg.

OPMERKINGEN:

*Werkspoor:* In verhouding tot groot bedrag aan vreemd vermogen weinig reserve-activa. Vaste activa sterk stijgend tot aan reorganisatie. Voorraden tot aan reorganisatie stijgend t.o. van debiteuren.

*Allan:* Practisch geen reserve-activa, na reorganisatie geen verbetering. Vaste activa tot aan laatste jaar voor reorganisatie sterk toegenomen. Belangrijke wijziging tot aan reorganisatie in verhouding van debiteuren en voorraden ten gunste van voorraden (minder liquide activa).



*Passiva.*

## WERKSPoor

Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)	
1924	35. <sup>11</sup>	8. <sup>22</sup>	—	4. <sup>97</sup>	—	51. <sup>70</sup>	
1925	35. <sup>29</sup>	8. <sup>44</sup>	—	4. <sup>78</sup>	—	51. <sup>49</sup>	
1926	30. <sup>12</sup>	6. <sup>00</sup>	—	3. <sup>89</sup>	—	59. <sup>99</sup>	
1927	33. <sup>58</sup>	6. <sup>57</sup>	—	4. <sup>13</sup>	—	55. <sup>72</sup>	
1928	30. <sup>42</sup>	6. <sup>07</sup>	—	3. <sup>56</sup>	—	59. <sup>95</sup>	
1929	32. <sup>41</sup>	6. <sup>67</sup>	—	3. <sup>59</sup>	—	57. <sup>33</sup>	
1930	27. <sup>27</sup>	5. <sup>83</sup>	—	2. <sup>85</sup>	—	64. <sup>05</sup>	
1931	35. <sup>68</sup>	7. <sup>87</sup>	—	3. <sup>51</sup>	—	52. <sup>94</sup>	
1932	45. <sup>27</sup>	9. <sup>98</sup>	—	4. <sup>17</sup>	—	40. <sup>58</sup>	
1933	40. <sup>05</sup>	—	—	3. <sup>78</sup>	5. <sup>39</sup>	50. <sup>78</sup>	
1934	35. <sup>94</sup>	—	—	3. <sup>82</sup>	17. <sup>64</sup>	42. <sup>60</sup>	
1935	41. <sup>22</sup>	—	—	4. <sup>42</sup>	22. <sup>12</sup>	32. <sup>24</sup>	
1936	34. <sup>94</sup>	—	—	3. <sup>58</sup>	19. <sup>55</sup>	41. <sup>93</sup>	
1937	44. <sup>02</sup>	—	—	3. <sup>38</sup>	22. <sup>53</sup>	30. <sup>07</sup>	
Reorg. 1938	35. <sup>26</sup>	11. <sup>76</sup>	—	23. <sup>51</sup>	—	29. <sup>47</sup>	
1939	29. <sup>80</sup>	20. <sup>50</sup>	—	18. <sup>87</sup>	—	30. <sup>83</sup>	
1940	27. <sup>06</sup>	24. <sup>91</sup>	—	16. <sup>24</sup>	—	31. <sup>79</sup>	
1941	31. <sup>61</sup>	21. <sup>97</sup>	—	10. <sup>83</sup>	—	35. <sup>59</sup>	
1942	32. <sup>79</sup>	25. <sup>43</sup>	—	9. <sup>26</sup>	—	32. <sup>52</sup>	

## N. V. ALLAN &amp; CO.

Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	47. <sup>98</sup>	4. <sup>00</sup>	—	—	18. <sup>26</sup>	—	29. <sup>76</sup>
1925	49. <sup>40</sup>	3. <sup>30</sup>	—	—	18. <sup>14</sup>	—	29. <sup>16</sup>
1926	52. <sup>78</sup>	2. <sup>92</sup>	—	—	18. <sup>62</sup>	—	25. <sup>68</sup>
1927	55. <sup>31</sup>	3. <sup>06</sup>	—	—	18. <sup>70</sup>	—	22. <sup>93</sup>
1928	54. <sup>46</sup>	3. <sup>02</sup>	—	—	17. <sup>53</sup>	—	24. <sup>99</sup>
1929	52. <sup>82</sup>	3. <sup>52</sup>	—	—	16. <sup>17</sup>	—	27. <sup>49</sup>
1930	50. <sup>08</sup>	4. <sup>01</sup>	—	—	14. <sup>46</sup>	—	31. <sup>45</sup>
1931	61. <sup>73</sup>	5. <sup>56</sup>	—	—	16. <sup>71</sup>	2. <sup>31</sup>	13. <sup>69</sup>
1932	69. <sup>41</sup>	4. <sup>17</sup>	—	—	17. <sup>44</sup>	2. <sup>54</sup>	6. <sup>44</sup>
1933	69. <sup>81</sup>	—	—	—	17. <sup>62</sup>	2. <sup>72</sup>	9. <sup>85</sup>
1934	57. <sup>98</sup>	—	—	—	14. <sup>34</sup>	2. <sup>37</sup>	25. <sup>31</sup>
1935	65. <sup>07</sup>	—	—	—	18. <sup>80</sup>	3. <sup>03</sup>	13. <sup>10</sup>
1936	55. <sup>88</sup>	—	—	—	23. <sup>04</sup>	3. <sup>65</sup>	17. <sup>43</sup>
1937	33. <sup>99</sup>	—	—	—	12. <sup>33</sup>	1. <sup>93</sup>	51. <sup>75</sup>
1938	43. <sup>17</sup>	—	—	—. <sup>58</sup>	36. <sup>38</sup>	4. <sup>46</sup>	15. <sup>41</sup>
1939	27. <sup>81</sup>	8. <sup>16</sup>	—	—. <sup>37</sup>	23. <sup>44</sup>	2. <sup>69</sup>	37. <sup>53</sup>
1940	19. <sup>46</sup>	7. <sup>78</sup>	—	—. <sup>26</sup>	16. <sup>39</sup>	1. <sup>75</sup>	54. <sup>36</sup>
1941	15. <sup>58</sup>	7. <sup>68</sup>	—	—. <sup>21</sup>	11. <sup>76</sup>	—	64. <sup>77</sup>
1942	20. <sup>17</sup>	12. <sup>37</sup>	—	—. <sup>27</sup>	13. <sup>34</sup>	—	53. <sup>85</sup>

## OPMERKINGEN:

*Werkspoor:* Tot aan reorganisatie weinig reserves; obligatie-leening onbelangrijk; ander vreemd vermogen op langen termijn wel vrij belangrijk; vreemd vermogen op langen en korten termijn samen 50 tot 60 % van het totale vermogen.

*Allan:* Tot aan reorganisatie praktisch geen reserve. Vreemd vermogen op langen termijn en korten termijn zeer belangrijk; bovendien in de laatste jaren voor de reorganisatie en onmiddellijk daarna sterk toegenomen.



## 3. GLAS, KALK, ZAND, STEEN ETC.

Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de N.V. Ver. Glasfabrieken.

*Activa.*

VEREENIGDE GLASFABRIEKEN								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	6. <sup>84</sup>	<sup>*</sup> 19. <sup>30</sup>	21. <sup>15</sup>	25. <sup>86</sup>	—	—. <sup>01</sup>	26. <sup>84</sup>	—
1925	18. <sup>46</sup>	29. <sup>20</sup>	15. <sup>52</sup>	21. <sup>51</sup>	—	—. <sup>01</sup>	15. <sup>30</sup>	—
1926	10. <sup>08</sup>	34. <sup>68</sup>	23. <sup>52</sup>	12. <sup>71</sup>	—	—. <sup>01</sup>	19. <sup>00</sup>	—
1927	18. <sup>74</sup>	32. <sup>28</sup>	17. <sup>87</sup>	13. <sup>46</sup>	—	—. <sup>01</sup>	17. <sup>64</sup>	—
1928	22. <sup>43</sup>	29. <sup>05</sup>	19. <sup>00</sup>	15. <sup>09</sup>	—	—. <sup>01</sup>	14. <sup>42</sup>	—
1929	17. <sup>28</sup>	34. <sup>20</sup>	22. <sup>86</sup>	14. <sup>52</sup>	—	—. <sup>01</sup>	11. <sup>13</sup>	—
1930	17. <sup>95</sup>	2. <sup>16</sup>	17. <sup>77</sup>	15. <sup>13</sup>	7. <sup>73</sup>	27. <sup>36</sup>	11. <sup>90</sup>	—
1931	15. <sup>56</sup>	2. <sup>06</sup>	17. <sup>50</sup>	16. <sup>59</sup>	5. <sup>34</sup>	30. <sup>13</sup>	12. <sup>82</sup>	—
1932	26. <sup>17</sup>	3. <sup>10</sup>	10. <sup>06</sup>	14. <sup>04</sup>	5. <sup>21</sup>	26. <sup>60</sup>	14. <sup>82</sup>	—
1933	27. <sup>60</sup>	3. <sup>09</sup>	12. <sup>55</sup>	11. <sup>71</sup>	4. <sup>42</sup>	25. <sup>66</sup>	14. <sup>97</sup>	—
1934	18. <sup>58</sup>	2. <sup>73</sup>	8. <sup>61</sup>	16. <sup>25</sup>	4. <sup>57</sup>	25. <sup>44</sup>	23. <sup>82</sup>	—
1935	16. <sup>39</sup>	2. <sup>82</sup>	12. <sup>32</sup>	16. <sup>42</sup>	4. <sup>59</sup>	24. <sup>57</sup>	22. <sup>89</sup>	—
1936	19. <sup>38</sup>	2. <sup>76</sup>	11. <sup>91</sup>	17. <sup>96</sup>	4. <sup>47</sup>	24. <sup>08</sup>	19. <sup>44</sup>	—
1937	16. <sup>36</sup>	2. <sup>26</sup>	14. <sup>82</sup>	23. <sup>77</sup>	3. <sup>40</sup>	22. <sup>40</sup>	16. <sup>99</sup>	—
1938	6. <sup>83</sup>	—. <sup>56</sup>	15. <sup>18</sup>	17. <sup>10</sup>	25. <sup>41</sup>	23. <sup>85</sup>	11. <sup>07</sup>	—
1939	12. <sup>62</sup>	—. <sup>64</sup>	20. <sup>11</sup>	15. <sup>76</sup>	31. <sup>87</sup>	10. <sup>28</sup>	8. <sup>72</sup>	—
1940	34. <sup>41</sup>	1. <sup>22</sup>	16. <sup>09</sup>	12. <sup>73</sup>	16. <sup>58</sup>	11. <sup>66</sup>	7. <sup>31</sup>	—
1941	45. <sup>22</sup>	3. <sup>93</sup>	12. <sup>28</sup>	9. <sup>40</sup>	5. <sup>95</sup>	12. <sup>64</sup>	10. <sup>58</sup>	—
1942	37. <sup>07</sup>	—. <sup>80</sup>	12. <sup>99</sup>	9. <sup>53</sup>	14. <sup>47</sup>	13. <sup>58</sup>	11. <sup>56</sup>	—

\* t/m 1929 is de rekening „Effecten en Deelnemingen” niet gesplitst.

## OPMERKINGEN:

Tot en met 1929 belangrijke reserve-activa, in 1927/1929 zelfs meer dan 50 % van het totale vermogen. Wijst op groote overliquiditeit. In 1930 sterke daling, die gehandhaafd blijft. Kaspositie t.o.v. totaal vermogen niettemin aan den ruimen kant. In oorlogs-jaren bekende verschijnsel van toenemende liquiditeit, in 1934 blijkbaar reserve-activa gebruikt voor nieuwbouw of herbouw. Overigens geleidelijke daling van vaste activa.



*Passiva.*

VEREENIGDE GLASFABRIEKEN							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	70. <sup>98</sup>	—	—	—	9. <sup>98</sup>	* 8. <sup>68</sup>	10. <sup>36</sup>
1925	72. <sup>76</sup>	—	—	—	8. <sup>79</sup>	6. <sup>06</sup>	12. <sup>39</sup>
1926	70. <sup>55</sup>	—. <sup>04</sup>	—	—	4. <sup>64</sup>	8. <sup>25</sup>	16. <sup>52</sup>
1927	76. <sup>25</sup>	—. <sup>19</sup>	—	—	4. <sup>26</sup>	4. <sup>28</sup>	15. <sup>02</sup>
1928	77. <sup>57</sup>	—. <sup>35</sup>	—	—	—	7. <sup>77</sup>	14. <sup>31</sup>
1929	74. <sup>32</sup>	—. <sup>52</sup>	—	—	—	7. <sup>92</sup>	17. <sup>20</sup>
1930	80. <sup>89</sup>	—. <sup>96</sup>	—	—	—	8. <sup>02</sup>	10. <sup>19</sup>
1931	85. <sup>40</sup>	—. <sup>93</sup>	—	—	—	5. <sup>40</sup>	8. <sup>27</sup>
1932	81. <sup>91</sup>	—. <sup>87</sup>	—	—	—	4.-	13. <sup>22</sup>
1933	82. <sup>70</sup>	—. <sup>87</sup>	—	—	—	4.-	12. <sup>73</sup>
1934	86. <sup>30</sup>	—. <sup>91</sup>	—	—	—	4. <sup>39</sup>	8. <sup>10</sup>
1935	86. <sup>52</sup>	—. <sup>91</sup>	—	—	—	4. <sup>39</sup>	8. <sup>18</sup>
1936	85. <sup>56</sup>	—. <sup>91</sup>	—	—	—	4. <sup>18</sup>	9. <sup>35</sup>
1937	86. <sup>52</sup>	—. <sup>91</sup>	—	—	—	5. <sup>04</sup>	7. <sup>53</sup>
1938	88. <sup>31</sup>	—. <sup>60</sup>	—	—	—	5. <sup>17</sup>	5. <sup>92</sup>
1939	78. <sup>30</sup>	—. <sup>52</sup>	—	—	—	2. <sup>92</sup>	18. <sup>26</sup>
1940	78. <sup>30</sup>	—. <sup>52</sup>	—	—	—	—	21. <sup>18</sup>
1941	77. <sup>29</sup>	—. <sup>49</sup>	—	—	—	—	23. <sup>22</sup>
1942	86. <sup>22</sup>	—. <sup>58</sup>	—	—	—	—	13. <sup>20</sup>

\* Dit is een 5 % geldleening.

## OPMERKINGEN:

Financiering voornamelijk met eigen vermogen. Reserves onbeteekenend. Aanvankelijk (1924) financiering met vreemd lang vermogen niet onbelangrijk, evenals vreemd kort vermogen voor de jaren 1924—28 gemiddeld 8 tot 17 % vreemd lang en 10 tot 15 % vreemd kort. Na 1939 geen vreemd lang vermogen meer. Na 1938 vreemd vermogen voor korten termijn weer belangrijker terwijl vreemd lang vermogen ontbreekt.



Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de Utr. Asphalt Fabrieken.

*Activa.*

UTRECHTSCH E ASPHALTFABRIEK								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	4. <sup>60</sup>	—. <sup>54</sup>	14. <sup>30</sup>	11. <sup>67</sup>	—	38. <sup>42</sup>	30. <sup>47</sup>	—
1925	12. <sup>96</sup>	—. <sup>58</sup>	15. <sup>85</sup>	15. <sup>30</sup>	—	20. <sup>38</sup>	34. <sup>93</sup>	—
1926	14. <sup>19</sup>	—. <sup>78</sup>	13. <sup>39</sup>	13. <sup>56</sup>	4. <sup>60</sup>	21. <sup>13</sup>	32. <sup>35</sup>	—
1927	7. <sup>25</sup>	—. <sup>90</sup>	8. <sup>97</sup>	19. <sup>40</sup>	9. <sup>84</sup>	22. <sup>01</sup>	31. <sup>63</sup>	—
1928	—. <sup>71</sup>	—. <sup>84</sup>	9. <sup>47</sup>	27. <sup>29</sup>	9. <sup>41</sup>	22. <sup>73</sup>	29. <sup>55</sup>	—
1929	—. <sup>96</sup>	—. <sup>90</sup>	10. <sup>48</sup>	22. <sup>60</sup>	8. <sup>94</sup>	24. <sup>60</sup>	31. <sup>52</sup>	—
1930	—. <sup>52</sup>	—. <sup>95</sup>	9. <sup>80</sup>	18. <sup>64</sup>	13. <sup>47</sup>	25. <sup>24</sup>	31. <sup>38</sup>	—
1931	1. <sup>52</sup>	1. <sup>54</sup>	9. <sup>66</sup>	17. <sup>03</sup>	8. <sup>20</sup>	26. <sup>98</sup>	35. <sup>07</sup>	—
1932	2. <sup>05</sup>	1. <sup>91</sup>	7. <sup>43</sup>	15. <sup>96</sup>	11. <sup>14</sup>	24. <sup>45</sup>	37. <sup>06</sup>	—
1933	—. <sup>58</sup>	1. <sup>91</sup>	14. <sup>42</sup>	12. <sup>49</sup>	6. <sup>14</sup>	26. <sup>39</sup>	38. <sup>07</sup>	—
1934	—. <sup>29</sup>	—. <sup>61</sup>	4. <sup>92</sup>	22. <sup>68</sup>	7. <sup>53</sup>	31. <sup>08</sup>	32. <sup>89</sup>	—
1935	—. <sup>54</sup>	—. <sup>59</sup>	9. <sup>00</sup>	18. <sup>67</sup>	5. <sup>54</sup>	36. <sup>81</sup>	28. <sup>85</sup>	—
1936	—. <sup>78</sup>	—. <sup>58</sup>	10. <sup>35</sup>	20. <sup>86</sup>	3. <sup>88</sup>	36. <sup>15</sup>	27. <sup>40</sup>	—
1937	—. <sup>47</sup>	—. <sup>52</sup>	13. <sup>13</sup>	28. <sup>44</sup>	6. <sup>37</sup>	31. <sup>79</sup>	19. <sup>28</sup>	—
1938	—. <sup>88</sup>	—. <sup>43</sup>	10. <sup>51</sup>	27. <sup>64</sup>	7. <sup>77</sup>	29. <sup>84</sup>	22. <sup>93</sup>	—
1939	4. <sup>22</sup>	—. <sup>40</sup>	7. <sup>76</sup>	34. <sup>28</sup>	4. <sup>72</sup>	30. <sup>67</sup>	17. <sup>95</sup>	—
1940	10. <sup>69</sup>	1. <sup>19</sup>	10. <sup>76</sup>	31. <sup>03</sup>	4. <sup>83</sup>	25. <sup>28</sup>	16. <sup>22</sup>	—
1941	20. <sup>70</sup>	2. <sup>71</sup>	15. <sup>07</sup>	27. <sup>74</sup>	1. <sup>31</sup>	10. <sup>82</sup>	21. <sup>65</sup>	—
1942	6. <sup>95</sup>	4. <sup>96</sup>	20. <sup>52</sup>	23. <sup>76</sup>	1. <sup>50</sup>	15. <sup>96</sup>	26. <sup>35</sup>	—

Reorganisatie

OPMERKINGEN:

Reserve-activa reeds in 1928 onbeteekenend (ong. 1½ %). Na reorganisatie eveneens, met eenige verbetering na 1940. Voorraden voor en na reorganisatie vrij stationnair. Vaste activa geleidelijk dalend, nooit boven 40 %. Onregelmatige ontwikkeling in de verhouding van debiteuren en voorraden; voorraden echter toe- en debiteuren afnemend.



*Passiva.*

UTRECHTSCH E ASPHALTFABRIEK								
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)	
1924	27. <sup>74</sup>	7. <sup>32</sup>	27. <sup>74</sup>	—	27. <sup>74</sup>	* —. <sup>16</sup>	9. <sup>30</sup>	
1925	30. <sup>06</sup>	7. <sup>38</sup>	27. <sup>97</sup>	—	27. <sup>97</sup>	—	6. <sup>62</sup>	
1926	31. <sup>91</sup>	7. <sup>83</sup>	29. <sup>70</sup>	—	23. <sup>76</sup>	—	6. <sup>80</sup>	
1927	33. <sup>45</sup>	8. <sup>22</sup>	31. <sup>12</sup>	—	18. <sup>67</sup>	—	8. <sup>54</sup>	
1928	30. <sup>60</sup>	7. <sup>51</sup>	28. <sup>47</sup>	—	11. <sup>39</sup>	—	22. <sup>03</sup>	
1929	33. <sup>03</sup>	7. <sup>12</sup>	30. <sup>74</sup>	—	6. <sup>15</sup>	—	22. <sup>96</sup>	
1930	34. <sup>89</sup>	7. <sup>13</sup>	32. <sup>46</sup>	—	—	6. <sup>49</sup>	19. <sup>03</sup>	
1931	39. <sup>70</sup>	8. <sup>11</sup>	36. <sup>95</sup>	—	—	7. <sup>89</sup>	7. <sup>85</sup>	
1932	36. <sup>24</sup>	—	41. <sup>70</sup>	—	—	8. <sup>17</sup>	13. <sup>89</sup>	
1933	30. <sup>04</sup>	—	45. <sup>63</sup>	—	—	8. <sup>76</sup>	15. <sup>57</sup>	
1934	—	—	65. <sup>60</sup>	—	—	17. <sup>43</sup>	16. <sup>97</sup>	
1935	—	—	68. <sup>13</sup>	—	—	15. <sup>46</sup>	16. <sup>41</sup>	
Reorganisatie								
1936	9. <sup>74</sup>	—	54. <sup>32</sup>	—	—	16. <sup>29</sup>	19. <sup>65</sup>	
1937	10. <sup>36</sup>	—	57. <sup>84</sup>	—	—	8. <sup>35</sup>	23. <sup>45</sup>	
1938	9. <sup>53</sup>	—. <sup>20</sup>	53. <sup>22</sup>	—	—	6. <sup>87</sup>	30. <sup>18</sup>	
1939	10. <sup>32</sup>	1. <sup>83</sup>	57. <sup>61</sup>	—	—	12. <sup>80</sup>	17. <sup>44</sup>	
1940	10. <sup>01</sup>	4. <sup>67</sup>	55. <sup>89</sup>	—	—	9. <sup>31</sup>	20. <sup>12</sup>	
1941	6. <sup>81</sup>	19. <sup>71</sup>	52. <sup>94</sup>	—	—	—	20. <sup>54</sup>	
1942	6. <sup>23</sup>	20. <sup>37</sup>	48. <sup>45</sup>	—	—	—	24. <sup>95</sup>	

\* 1924 Depositio 1930—38 5 % Hypotheek o/g. 1934—40 5 % geldleening.

## OPMERKINGEN:

Tot reorganisatie (1935), vooral na intreden na de crisis, sterke verschuiving van gewoon naar preferent aandelenkapitaal. Reserves reeds in 1932 uitgeput, gewoon aandelenkapitaal in 1934. Na reorganisatie gewoon aandelenkapitaal 1/6 van het preferent aandelenkapitaal. Vooral na '40 sterke reservevorming en aflossing van vreemd lang vermogen. Financiering met vreemd lang vermogen sedert 1930, na reorganisatie voortgezet, doch met snelle daling. Toenemende financiering met vreemd kort vermogen, na reorganisatie ongeveer 20 tot 25 % van het totale vermogen.



## 4. VOEDINGS- EN GENOTMIDDELEN-INDUSTRIE

Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde bedrijven vermelden we hier enkele cijfers van de Ned. Gist- en Spiritusfabrieken, Meelfabr. v/d Ned. Bakkerij en „De Drie Hoefijzers”.

*Activa.*

NED. GIST- EN SPIRITUSFABRIEK									MEELFABRIEKEN v/d NED. BAKKERIJ								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.	Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	30.23	—	24.42	20.69	1.83	8.43	14.40	—	1924	0.38	—	12.57	49.60	—	32.85	4.60	—
1925	30.09	—	22.36	19.98	1.62	8.99	16.96	—	1925	0.29	—	24.30	43.12	—	31.36	0.93	—
1926	33.97	—	18.50	14.52	1.05	11.40	20.56	—	1926	1.46	—	25.26	27.76	—	44.61	0.91	—
1927	27.24	—	20.35	14.21	0.93	13.75	23.52	—	1927	0.47	—	20.40	36.00	—	42.37	0.76	—
1928	29.33	—	21.07	13.40	0.94	13.77	21.49	—	1928	0.31	—	23.53	34.90	—	40.57	0.69	—
1929	34.34	—	21.12	14.76	0.89	11.86	17.03	—	1929	0.67	—	24.09	30.30	—	42.42	2.52	—
1930	8.49	28.09	12.07	13.14	8.28	15.40	14.53	—	1930	3.20	—	24.99	28.19	—	41.14	2.48	—
1931	6.85	33.29	9.77	12.81	7.50	16.30	13.48	—	1931	6.54	3.53	12.87	22.88	8.74	42.39	3.05	—
1932	17.97	25.66	11.85	10.82	7.27	15.92	10.51	—	1932	14.95	0.32	16.71	17.07	8.69	40.16	2.10	—
1933	25.98	21.16	11.26	11.30	5.72	16.22	8.36	—	1933	0.63	0.91	21.46	29.51	7.18	39.04	1.27	—
1934	18.38	27.53	12.10	10.57	5.71	17.80	7.91	—	1934	7.15	0.60	16.67	16.46	8.96	47.65	2.51	—
1935	27.72	24.36	9.76	8.98	5.12	16.11	7.95	—	1935	1.77	0.59	18.71	28.32	8.05	41.89	0.67	—
1936	31.29	22.95	10.11	9.32	4.69	14.49	7.15	—	1936	2.48	0.53	22.11	28.24	9.98	36.37	0.29	—
1937	11.77	41.20	10.50	10.15	4.85	14.41	7.12	—	1937	7.93	0.46	21.10	34.30	7.09	29.11	0.01	—
1938	11.78	35.35	12.17	11.22	5.61	15.27	8.60	—	1938	12.65	0.14	19.47	31.78	11.19	24.76	0.01	—
1939	18.55	24.15	10.75	16.30	6.74	14.82	8.69	—	1939	30.82	2.49	25.55	12.61	10.61	17.91	0.01	—
1940	21.02	31.61	8.13	11.64	6.17	13.28	8.15	—	1940	25.97	15.56	12.18	18.27	11.49	14.50	2.03	—
1941	17.17	28.38	5.09	12.41	8.64	15.14	13.17	—	1941	6.72	28.61	5.22	15.24	6.77	13.97	23.47	—
1942	19.80	31.22	5.82	12.52	3.28	14.49	12.87	—	1942	7.67	31.45	4.15	20.47	2.31	12.30	21.65	—

## OPMERKINGEN:

*Spiritusfabriek:* Reserve-activa zeer ruim ongeveer 50 % van het totale vermogen. Kaspositie steeds toereikend. Regelmatige daling van debiteuren en voorraden wijst op gunstige ontwikkeling omzetsnelheid van het vermogen. Vaste activa relatief onbeteekenend, ca. 10 % van vermogen.

*Meelfabr. v/d Ned. Bakkerij:* Reserve-activa tot 1938 relatief onbeteekenend; nog geen 10 % van het totale vermogen. Daarna snelle stijging tot 35 à 40 %. Gaat gepaard met vermindering der voorraden en debiteuren: tot 1938 ca. 55 %, na 1937 ca. 25 %. Vaste activa tot 1941 onbeteekenend (minder dan 1 %). Stijgt in 1941 tot 23 % en in 1942 21 %. Blijkbaar gefinancierd uit de winst (dividend 1941/2 sterk gedrukt).



DE DRIE HOEFIJZERS								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	10. <sup>46</sup>	—	22. <sup>50</sup>	10. <sup>73</sup>	—	—	56. <sup>31</sup>	—
1925	12. <sup>12</sup>	—	22. <sup>68</sup>	12. <sup>37</sup>	—	—	52. <sup>83</sup>	—
1926	14. <sup>99</sup>	—	24. <sup>00</sup>	13. <sup>64</sup>	—	—	47. <sup>37</sup>	—
1927								
1928								
1929	24. <sup>91</sup>	—	21. <sup>57</sup>	14. <sup>28</sup>	—	—	39. <sup>24</sup>	—
1930	7. <sup>49</sup>	19. <sup>98</sup>	16. <sup>55</sup>	16. <sup>95</sup>	0. <sup>25</sup>	4. <sup>78</sup>	34. <sup>00</sup>	—
1931	5. <sup>68</sup>	18. <sup>99</sup>	19. <sup>92</sup>	17. <sup>58</sup>	0. <sup>39</sup>	4. <sup>25</sup>	33. <sup>19</sup>	—
1932	6. <sup>87</sup>	18. <sup>42</sup>	22. <sup>98</sup>	16. <sup>29</sup>	0. <sup>49</sup>	5. <sup>54</sup>	29. <sup>41</sup>	—
1933	8. <sup>14</sup>	17. <sup>16</sup>	21. <sup>98</sup>	16. <sup>04</sup>	0. <sup>74</sup>	6. <sup>86</sup>	29. <sup>08</sup>	—
1934	7. <sup>11</sup>	18. <sup>41</sup>	18. <sup>91</sup>	15. <sup>84</sup>	0. <sup>44</sup>	8. <sup>51</sup>	30. <sup>78</sup>	—
1935	7. <sup>46</sup>	16. <sup>39</sup>	17. <sup>87</sup>	16. <sup>42</sup>	0. <sup>38</sup>	8. <sup>77</sup>	32. <sup>71</sup>	—
1936	10. <sup>84</sup>	16. <sup>24</sup>	13. <sup>46</sup>	15. <sup>91</sup>	0. <sup>36</sup>	9. <sup>67</sup>	33. <sup>52</sup>	—
1937	7. <sup>09</sup>	17. <sup>37</sup>	13. <sup>21</sup>	17. <sup>25</sup>	0. <sup>57</sup>	9. <sup>48</sup>	35. <sup>03</sup>	—
1938	4. <sup>78</sup>	13. <sup>43</sup>	12. <sup>80</sup>	17. <sup>83</sup>	0. <sup>27</sup>	13. <sup>92</sup>	36. <sup>97</sup>	—
1939	11. <sup>03</sup>	10. <sup>41</sup>	13. <sup>45</sup>	17. <sup>38</sup>	0. <sup>18</sup>	12. <sup>65</sup>	34. <sup>90</sup>	—
1940	10. <sup>88</sup>	10. <sup>85</sup>	17. <sup>13</sup>	15. <sup>08</sup>	—	13. <sup>25</sup>	32. <sup>81</sup>	—
1941	18. <sup>32</sup>	17. <sup>40</sup>	13. <sup>07</sup>	12. <sup>21</sup>	—	12. <sup>55</sup>	26. <sup>45</sup>	—
1942	19. <sup>88</sup>	20. <sup>62</sup>	11. <sup>45</sup>	12. <sup>14</sup>	—	12. <sup>33</sup>	23. <sup>58</sup>	—

## OPMERKINGEN:

*De Drie Hoefijzers:* Reserve-activa tot 1940 ong. 25 % van het totale vermogen, in 1941 ongeveer 36 % en in 1942 ruim 40 %. Gaat gepaard met toeneming financiering met kort vermogen in zelfde jaren. Sedert crisisjaren langzame daling debiteuren en voorraad; sedert 1940 sneller (van ruim 30 % tot ongeveer 24 %). Overige vlottende activa van geen beteekenis. Langzame daling der verdere activa, van 1930—'39 steeds ongeveer 34 %. Na 1940 sterke daling nl. tot 26½ % in 1941 en 23½ % in 1942. Blijkbaar extra-afschrijvingen.



## Passiva.

NED. GIST- EN SPIRITUSFABRIEK							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	42.77	28.08	—	28	1.01	—	27.86
1925	41.19	29.77	—	27	84	—	27.93
1926	44.54	32.20	—	29	80	—	22.17
1927	44.86	32.43	—	29	69	—	21.73
1928	43.95	31.77	—	28	57	—	23.43
1929	42.68	30.85	—	27	44	—	25.76
1930	42.37	30.63	—	27	32	—	26.41
1931	44.19	31.95	—	28	23	—	23.35
1932	45.21	32.69	—	29	12	—	21.69
1933	46.77	33.81	—	30	—	—	19.12
1934	46.91	33.91	—	30	—	—	18.88
1935	48.55	35.10	—	31	—	—	16.04
1936	43.90	39.18	—	28	—	—	16.64
1937	42.82	40.14	—	27	—	—	16.77
1938	42.76	40.08	—	27	—	—	16.89
1939	43.60	38.22	—	28	—	—	17.90
1940	41.28	36.84	—	26	—	—	21.62
1941	66.49	11.34	—	22	—	—	21.95
1942	65.73	7.87	—	21	—	—	26.19

MEELFABRIEKEN v/d NED. BAKKERIJ							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	49.83	6.07	—	—	11.24	—	32.86
1925	42.40	9.04	—	—	27.00	—	21.56
1926	49.55	11.71	—	—	29.48	—	9.26
1927	47.53	10.99	—	—	26.26	—	15.22
1928	45.14	10.87	—	—	23.05	—	20.94
1929	46.95	12.31	—	—	20.56	10.16	10.02
1930	47.96	13.12	—	—	19.14	17.02	2.76
1931	52.66	14.50	—	—	11.82	17.62	3.40
1932	53.12	15.33	—	—	10.58	16.41	4.56
1933	51.32	16.68	—	—	8.96	15.85	7.19
1934	53.65	15.43	—	—	8.03	18.65	4.24
1935	51.88	15.82	—	—	6.48	15.42	10.40
1936	49.03	22.04	—	—	4.89	16.73	7.31
1937	46.97	24.04	—	—	3.50	21.11	4.38
1938	53.14	28.46	—	—	—	16.34	2.06
1939	61.02	34.50	—	—	—	—	4.48
1940	46.92	33.11	—	—	—	—	19.97
1941	48.74	35.79	—	—	—	—	15.47
1942	45.62	37.45	—	—	—	—	16.93

## OPMERKINGEN:

*Ned. Gist- en Spir. Fabr.:* Zeer ruime reserves. Gemiddeld 30—40 % van het totale vermogen met sterke daling in 1941 t.g. van herkapitalisatie. Obligatiefinanciering onbeteekenend en sedert 1931 in het geheel geen vreemd lang vermogen meer. Financiering met vreemd kort vermogen zeer ruim, ongeveer 20 tot 25 % van totaal.

*Meelfabr. v/d Ned. Bakkerij:* Toenemende financiering met eigen vermogen: in 1924 55 % tot 1942 83 % van het kapitaal. Reserves geleidelijk aangroeiend. Afnemende financiering met vreemd vermogen op langen termijn. In 1939 totaal verdwenen; sedertdien toenemende financiering met vreemd vermogen op korten termijn (15 tot 20 %).



DE DRIE HOEFIJZERS							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	54. <sup>41</sup>	3. <sup>15</sup>	—	1. <sup>63</sup>	28. <sup>92</sup>	2. <sup>41</sup>	9. <sup>48</sup>
1925	53. <sup>31</sup>	5. <sup>54</sup>	—	1. <sup>59</sup>	26. <sup>92</sup>	3. <sup>58</sup>	9. <sup>06</sup>
1926	53. <sup>06</sup>	6. <sup>96</sup>	—	1. <sup>59</sup>	25. <sup>39</sup>	3. <sup>20</sup>	9. <sup>80</sup>
1927							
1928							
1929	49. <sup>00</sup>	12. <sup>74</sup>	—	1. <sup>46</sup>	19. <sup>53</sup>	4. <sup>49</sup>	12. <sup>78</sup>
1930	46. <sup>32</sup>	17. <sup>24</sup>	—	1. <sup>39</sup>	17. <sup>23</sup>	4. <sup>14</sup>	13. <sup>68</sup>
1931	47. <sup>50</sup>	18. <sup>57</sup>	—	1. <sup>42</sup>	16. <sup>41</sup>	4. <sup>30</sup>	11. <sup>80</sup>
1932	47. <sup>51</sup>	21. <sup>74</sup>	—	1. <sup>42</sup>	15. <sup>15</sup>	3. <sup>05</sup>	11. <sup>13</sup>
1933	46. <sup>99</sup>	24. <sup>63</sup>	—	1. <sup>41</sup>	13. <sup>74</sup>	2. <sup>44</sup>	10. <sup>79</sup>
1934	46. <sup>33</sup>	26. <sup>31</sup>	—	1. <sup>39</sup>	12. <sup>31</sup>	4. <sup>85</sup>	8. <sup>81</sup>
1935	47. <sup>34</sup>	27. <sup>91</sup>	—	1. <sup>42</sup>	11. <sup>32</sup>	3. <sup>78</sup>	8. <sup>23</sup>
1936	50. <sup>61</sup>	25. <sup>28</sup>	—	1. <sup>51</sup>	9. <sup>42</sup>	4. <sup>22</sup>	8. <sup>96</sup>
1937	49. <sup>98</sup>	26. <sup>56</sup>	—	1. <sup>49</sup>	8. <sup>88</sup>	5. <sup>38</sup>	7. <sup>71</sup>
1938	49. <sup>45</sup>	26. <sup>55</sup>	—	1. <sup>48</sup>	8. <sup>38</sup>	6. <sup>60</sup>	7. <sup>54</sup>
1939	48. <sup>65</sup>	25. <sup>73</sup>	—	1. <sup>45</sup>	7. <sup>84</sup>	6. <sup>29</sup>	10. <sup>04</sup>
1940	51. <sup>76</sup>	22. <sup>61</sup>	—	1. <sup>45</sup>	7. <sup>42</sup>	7. <sup>28</sup>	9. <sup>48</sup>
1941	45. <sup>73</sup>	21. <sup>91</sup>	—	1. <sup>28</sup>	6. <sup>20</sup>	5. <sup>68</sup>	19. <sup>20</sup>
1942	45. <sup>17</sup>	22. <sup>95</sup>	—	1. <sup>27</sup>	5. <sup>77</sup>	3. <sup>21</sup>	21. <sup>63</sup>

#### OPMERKINGEN:

*De Drie Hoefijzers:* In toenemende mate financiering met eigen vermogen. Sedert de crisis sterke toename der reserves (van 12 % tot 23 %). Afboeking van reserves in 1936 wegens herwaardeering. Debiteuren, in 1940 wegens herwaardeering van „eenige andere” activa geeft mogelijkheid, dat cijfers geflatteerd zijn. Kennelijk streven financiering met vreemd lang vermogen (ongeveer 30 % in 1924) te vervangen door eigen vermogen want vreemd lang in 1942 nog ongeveer 9 %. Gaat sedert den oorlog gepaard met sterke stijging van vreemd kort vermogen (voor 1940 ongeveer 10 %, daarna ca. 20 %) althans op de balansdata.



## OVERZICHT DER REORGANISATIES

BEDRIJFSTAK	Jaar	NAAM VAN DE ONDERNEMING	Vrijgekomen door reorganisatie	Gereserveerd	Afboeking op Bedrijfsverliezen	Afboeking op Diverse Activa	Diversen	Totaal afgeboekt	BIJZONDERHEDEN
			f	f	f	f	f	f	
Steen-, Glas, Kalk enz. . . . .	1922	Chamotte Unie . . . . .	700.000.—	—	195.240.—	504.760.—	—	700.000.—	1). d.i. het restant (aangenomen)
	1924	idem . . . . .	250.000.—	16.790.—	68.209.—	165.001.—	—	233.210.—	
	—	Vereenigde Glasfabrieken . . . . .	700.000.—	—	699.177.—	—	823.— <sup>1)</sup>	700.000.—	2). reorganisatiekosten
	1925	Glasfabriek „Leerdam” . . . . .	1.200.000.—	—	310.365.—	889.635.—	—	1.200.000.—	3). het verlies is nog hooger, het meerdere wordt door de bank gedragen, het juiste bedrag is echter niet gegeven.
	1926	Mij. Expl. v. Steenfabr. „Udenhout” . . . . .	308.055.—	—	46.870.—	261.185.—	—	308.055.—	
	1927	N.V. Int. Gewapend Beton Bouw . . . . .	2.592.338.—	—	2.087.959.—	434.379.—	70.000.— <sup>2)</sup>	2.592.338.—	
	1928	N.V. Eternit v/h Martinitt . . . . .	1.000.000.—	—	1.000.000.— <sup>3)</sup>	—	—	1.000.000.—	
	1931	idem . . . . .	402.000.—	—	402.000.— <sup>4)</sup>	—	—	402.000.—	4). niet te vinden, als verlies aangenomen.
	1932	Glasfabriek „Leerdam” . . . . .	1.119.600.—	—	1.119.600.—	—	—	1.119.600.—	
	1935	Ned. Ind. Portland Cement Mij. . . . .	1.217.295.—	—	—	1.217.295.—	—	1.217.295.—	
	1936	Utrechtsche Asphaltfabriek . . . . .	2.050.800.—	—	2.050.800.— <sup>5)</sup>	—	—	2.050.800.—	5). niet duidelijk als afschrijving aangegeven, aangenomen.
	1937	A. N. de Lint N.V. . . . .	840.750.—	—	256.747.—	584.003.—	—	840.750.—	
	1939	Chamotte Unie . . . . .	875.000.—	47.462.—	531.306.—	296.232.—	—	827.538.—	6). ook werd nog f 292.954. afgeschreven uit onverdeelde winst.
			13.255.838.—	64.252.—	6.717.473.—	4.352.490.—	70.823.—	13.191.586.—	
Chemische Industrie . . . . .	1902	Int. Guano & Superfosfaatfabr. . . . .	412.500.—	—	138.381.—	274.119.—	—	412.500.—	7). kosten van het verloren proces gedragen door den bankier (N.H.M.).
	1905	Mij. t. Expl. van Rheinische Kohlensäure Werke . . . . .	240.000.—	—	—	240.000.— <sup>5)</sup>	—	240.000.—	
	—	Mij. t. Expl. v. C. G. Rommenhöller . . . . .	1.245.000.—	—	—	1.245.000.— <sup>5)</sup>	—	1.245.000.—	8). aanduiding van bedragen op deze wijze beteekent, dat het bedrag bestaat uit afboeking op bedrijfsverliezen en op diverse activa; deze bedragen waren dan niet gespecificeerd gegeven.
	1913	Javasche Machinehandel en Glas Mij. . . . .	380.000.—	—	380.000.—	—	—	380.000.—	
	1923	Chemische Fabriek Naarden . . . . .	1.124.000.—	—	1.124.000.—	—	—	1.124.000.—	
	1925	Kon. Stearine Kaarsen Fabr. „Gouda” . . . . .	11.594.083.—	18.945.—	58.777.—	11.516.361.—	—	11.575.138.—	
	1928	Algemeene Norit Maatschappij . . . . .	838.500.—	—	—	838.500.— <sup>6)</sup>	—	838.500.—	
	1930	Chemische Fabriek „Naarden” . . . . .	126.000.—	—	—	—	126.000.— <sup>7)</sup>	126.000.—	
	1937	Vereenigde Chemische Fabrieken . . . . .	1.412.355.—	—	—	1.412.355.—	—	1.412.355.—	9). als verlies aangenomen (in 1918 weer bijgeboekt).
	—	Amsterdamsche Superfosfaatfabriek . . . . .	1.408.650.—	—	—	1.408.650.—	—	1.408.650.—	
	—	Lijm- en Gelatinefabriek „Delft” . . . . .	1.815.170.—	—	452.156.—	1.363.014.—	—	1.815.170.—	
			20.596.258.—	18.945.—	2.153.314.—	18.297.999.—	126.000.—	20.577.313.—	10). aangenomen.
Houtwaren enz. . . . .	1927	Ned. Meubel- en Houtw. Fabr. „Meufa” . . . . .	300.000.—	—	295.037.—	—	4.963.— <sup>1)</sup>	300.000.—	
	1931	Emballage Fabrieken- en Houthandel . . . . .	2.025.000.—	—	573.756.—	1.450.865.—	379.— <sup>1)</sup>	2.025.000.—	11). d.i. het restant.
			2.325.000.—	—	868.793.—	1.450.865.—	5.342.—	2.325.000.—	
Kleeding enz. . . . .	1922	Hollandia Kattenburg Fabrieken . . . . .	600.000.—	—	338.698.—	261.302.—	—	600.000.—	12). incl. 25 aandelen, die bij de reorganisatie werden teruggegeven.
	1925	Necofa . . . . .	1.245.000.—	—	755.050.—	480.070.—	9.880.— <sup>2)</sup>	1.245.000.—	



BIJLAGE II (Vervolg)

BEDRIJFSTAK	Jaar	NAAM VAN DE ONDERNEMING	Vrijgekomen door reorganisatie	Gereserveerd	Afboeking op Bedrijfsverliezen	Afboeking op Diverse Activa	Diversen	Totaal afgeboekt	BIJZONDERHEDEN
			f	f	f	f	f	f	
		Transport	80.789.384.—	1.713.005.—	10.272.500.—				
Electrotechnische Industrie	1922	Alg. Ned. El. Mij. v/h Groeneveld, Ruempol . .	1.125.000.—	—	22.141.748.—	46.655.657.—	6.474.—	79.076.379.—	
	1923	Ned. Huistelefoon Mij. . . . .	600.000.—	25.000.—	840.650.—	284.350.—	—	1.125.000.—	
	1925	idem . . . . .	760.000.—	—	418.052.—	156.948.—	—	575.000.—	
	1926	Heemaf . . . . .	4.725.000.—	—	283.611.—	476.389.—	—	760.000.—	
			7.210.000.—	25.000.—	1.803.220.—	2.921.780.—	—	4.725.000.—	
Edelmetaal Industrie . . .	1923	Kon. Ned. Edelmetaalbedrijven . . . . .	4.160.774.—	—	3.345.533.—	3.839.467.—	—	7.185.000.—	
	1934	Gerofabriek . . . . .	200.000.—	—	80.230.—	4.080.544.—	—	4.160.774.—	
			4.360.774.—	—	—	200.000.—	—	200.000.—	
Voedings- en Genotmiddelen	1902	Ned. Margarinefabr. te Weenen. . . . .	1.500.000.—	—	80.230.—	4.280.544.—	—	4.360.774.—	
	—	Rademaker's Kon. Choc. Fabr.. . . . .	300.000.—	—	1.500.000.—	—	—	1.500.000.—	
	1919	Ned.-Duitsche Suiker Ind. Mij. . . . .	700.000.—	—	300.000.—	—	—	300.000.—	
	1921	Cac. en Choc. Fabr. Erven Caspar Flick . . . .	1.190.000.—	—	700.000.—	—	—	700.000.—	
	1923	Taaksindustrie v/h Gebr. Philips . . . . .	2.923.500.—	—	528.400.—	661.600.— <sup>19)</sup>	—	1.190.000.—	
	—	Victoria Egyptische Sigaretten Mij. . . . .	1.200.000.—	—	1.294.551.—	1.628.949.—	—	2.923.500.—	
	1924	Cac. en Choc. Fabr. Erven Caspar Flick . . . .	64.350.—	—	1.192.312.—	—	7.688.— <sup>21)</sup>	1.200.000.—	
	1925	Ver. Holl. Sigarenfabrieken . . . . .	5.329.000.— <sup>20)</sup>	—	64.350.— <sup>19)</sup>	—	—	64.350.—	
	—	Hoogenstraaten & Co. . . . .	402.361.—	—	4.902.189.—	393.527.—	33.284.— <sup>21)</sup>	5.329.000.—	
	1927	Hillen's Sigaren en Tabaksfabriek . . . . .	1.350.000.—	—	89.180.—	313.181.—	—	402.361.—	
	1929	idem . . . . .	954.977.—	—	250.000.—	1.100.000.—	—	1.350.000.—	
	—	Kon. Tabak- en Sig. Fabr. v/h Ribb. Peletier . . .	420.000.—	57.778.—	129.999.—	824.559.—	419.— <sup>21)</sup>	954.977.—	
	1931	Scholten's Aardappelmeelfabr. . . . .	1.186.775.—	—	302.222.—	60.000.—	—	362.222.—	
	1935	Wester Suikerraffinaderij . . . . .	2.000.000.—	—	161.062.—	1.025.713.—	—	1.186.775.—	
	—	Centrale Suiker Mij. . . . .	17.400.000.—	—	64.481.—	1.935.519.—	—	2.000.000.—	
	—	„Hollandia" Holl. Fabr. v. Melkpr. . . . .	4.00.000.—	—	18.112.— <sup>23)</sup>	17.201.888.—	180.000.— <sup>22)</sup>	17.400.000.—	
	1936	Kon. Tabak- en Sig. Fabr. v/h Ribb. Peletier . . .	133.000.—	—	3.988.541.—	—	11.459.— <sup>21)</sup>	4.000.000.—	
	—	Z.-H. Bierbrouwerij . . . . .	3.378.000.—	500.000.—	133.000.—	—	—	133.000.—	
	1937	Stoommeelfabriek „Holland" . . . . .	1.125.000.—	—	—	2.878.000.—	—	2.878.000.—	
	1938	Rademaker's Kon. Cac. & Choc. Fabr. . . . .	403.200.—	—	—	1.125.000.—	—	1.125.000.—	
	1939	Kwatta . . . . .	1.815.000.—	84.075.—	—	403.200.—	—	403.200.—	
	1941	Van Vollenhoven . . . . .	2.514.241.—	289.305.—	233.086.—	1.487.839.—	10.000.— <sup>24)</sup>	1.730.925.—	
					498.067.—	1.726.869.—	—	2.224.936.—	
					1.500.000.—				



## Metaalindustrie . . . . .

1927	Vereenigde Kleedingmagazijnen . . . . .	1.500.000.—	—	56.021.—	1.443.979.—	—	1.500.000.—
1928	Stoomschoenfabriek „Hollandia” . . . . .	628.750.—	—	553.475.—	75.275.—	—	628.750.—
1936	Hollandia Kattenburg Fabrieken . . . . .	226.951.—	—	—	226.951.—	—	226.951.—
		4.200.701.—	—	1.703.244.—	2.487.577.—	9.880.—	4.200.701.—
1906	Dordrechtsche Metaalwarenfabriek . . . . .	375.000.—	40.000.—	335.000.—		—	335.000.—
1916	Metaalbuizenfabriek „Excelsior” . . . . .	90.000.—	—	90.000.— <sup>9)</sup>	—	—	90.000.—
1923	Van Berkel . . . . .	2.700.000.—	—	1.178.909.—	1.521.091.—	—	2.700.000.—
—	Rotterdamsche Metaalindustrie . . . . .	450.000.—	—	450.000.— <sup>10)</sup>	—	—	450.000.—
—	Tilburgsche Landbouwmachine Fabr. . . . .	375.000.—	—	375.000.— <sup>10)</sup>	—	—	375.000.—
—	Machinefabriek „Braat” . . . . .	1.000.000.—	—	856.586.—	143.414.—	—	1.000.000.—
1924	Roupe v.d. Voort . . . . .	312.500.—	—	—	312.500.—	—	312.500.—
—	Hollandsche Constructiewerkplaatsen . . . . .	225.000.—	—	225.000.— <sup>13)</sup>	—	—	225.000.—
—	Wilton-Feijenoord . . . . .	6.000.000.—	—	—	6.000.000.—	—	6.000.000.—
1925	Constructiewerkpl. v/h Du Croo & Brauns . . . . .	1.892.000.—	—	1.890.466.—	—	1.534.— <sup>11)</sup>	1.892.000.—
—	Becht & Dyserinck . . . . .	487.500.—	50.000.—	437.500.—	—	—	437.500.—
—	L. A. Moll N.V. . . . .	769.800.— <sup>12)</sup>	—	374.797.—	395.003.—	—	769.800.—
1926	Automatic Screw Works . . . . .	500.000.—	—	118.240.—	378.760.—	3.000.— <sup>13)</sup>	500.000.—
—	Ned. Scheepsbouw Mij. . . . .	2.500.000.—	—	—	2.500.000.—	—	2.500.000.—
1927	Machinefabriek „Jaffa” . . . . .	1.282.500.—	—	503.236.—	779.264.—	—	1.282.500.—
—	Frank Rijdsijk's Industrie Ond. . . . .	525.000.—	—	525.000.— <sup>14)</sup>	—	—	525.000.—
1928	Metaalbuizenfabriek „Excelsior” . . . . .	670.000.—	12.000.—	214.940.—	443.060.—	—	658.000.—
—	Hollandsche Constructiewerkplaatsen . . . . .	206.250.—	—	205.250.— <sup>10)</sup>	—	—	206.250.—
1929	Nederlandsche Dok Mij. . . . .	5.261.000.—	—	347.000.—	4.914.000.—	—	5.261.000.—
1933	Van Berkel . . . . .	5.600.100.—	537.850.— <sup>15)</sup>	5.062.250.—	—	—	5.062.250.—
—	Stork . . . . .	9.000.000.—	—	9.000.000.—		—	9.000.000.—
1934	Enkes N.V. . . . .	228.375.—	—	175.677.—	52.698.—	—	228.375.—
1935	J. J. Beynes N.V. . . . .	250.000.—	240.153.—	9.847.—	—	—	9.847.—
—	Mach. Fabr. v. Scheepswerf v. P. Smit Jr. . . . .	1.000.000.—	—	1.000.000.—	—	—	1.000.000.—
1936	Becht & Dyserinck . . . . .	187.500.—	—	166.582.—	20.918.—	—	187.500.—
—	Machinefabriek „Breda” . . . . .	1.300.000.—	—	1.298.060.—	—	1.940.—	1.300.000.—
1937	Wilton-Feijenoord . . . . .	10.850.000.—	—	—	10.850.000.—	—	10.850.000.—
—	Verschure . . . . .	501.250.—	154.855.— <sup>16)</sup>	346.365.—	—	—	346.365.—
—	Machinefabriek Reineveld . . . . .	1.300.000.—	200.000.—	—	1.100.000.—	—	1.100.000.—
—	Kromhout . . . . .	937.500.— <sup>17)</sup>	—	937.500.—		—	937.500.—
—	Automatic Screw Works . . . . .	497.509.—	—	206.649.—	290.860.—	—	497.509.—
—	Frank Rijdsijk's Industrie Ond. . . . .	1.050.000.—	78.117.—	971.883.—	—	—	971.883.—
—	Ned. Staalfabr. v/h de Muinck Keizer . . . . .	4.170.600.—	400.000.—	992.662.—	2.777.938.—	—	3.770.600.—
1938	Kon. Ned. Hoogovens en Staalfabrieken . . . . .	11.800.000.—	—	1.006.781.—	10.793.219.—	—	11.800.000.—
—	Constr. Werkpl. & Mach. Fabr. „Braat” . . . . .	495.000.—	—	220.226.—	274.774.—	—	495.000.—
—	Werkspoor . . . . .	4.875.000.—	—	2.262.757.—	2.612.243.—	—	4.875.000.—
1939	Allan & Co. . . . .	1.125.000.—	—	629.085.—	495.915.—	—	1.125.000.—
				10.272.500.—			
	Transporteeren	80.789.384.—	1.713.005.—	22.141.748.—	46.655.657.—	6.474.—	79.076.379.—

- <sup>13)</sup>. reorganisatiekosten.
- <sup>14)</sup>. het restant ad. f 65.145.— is uit de winst 1926/27 gedekt.
- <sup>15)</sup>. d.i. een valuta reserve, die reeds in 1934 geheel verteerd was.
- <sup>16)</sup>. d.i. een afschrijvingsreserve.
- <sup>17)</sup>. hiervan is f 868.500 in den vorm van bijstorting (vrijwillig) verkregen.
- <sup>18)</sup>. Verkregen door verwisseling van f 400.000.— aandeelen en f 300.000. pref. aandeelen tegen f 500.000.— obligaties.
- <sup>19)</sup>. niet nader omschreven, als zoodanig aangenomen.
- <sup>20)</sup>. inclusief f 16.500.— ingetrokken aandeelen.
- <sup>21)</sup>. d.i. het restant.
- <sup>22)</sup>. d.i. voor uitbetaling van het achterstallige dividend.
- <sup>23)</sup>. er was reeds f 174.117.— winst op ingekochte aandeelen afgeboekt.
- <sup>24)</sup>. reorganisatiekosten.
- <sup>25)</sup>. niet duidelijk aangegeven, als zoodanig aangenomen.
- <sup>26)</sup>. bestaande uit f 125.000.— reorganisatiekosten, f 545.850.— ter delging van de amortisatiebewijzen, f 1.125.000.— achterstallige dividendbetaling.
- <sup>27)</sup>. bestemd voor een oblig. lening, ter delging van het achterstallig dividend uitgegeven.
- <sup>28)</sup>. waarvan f 2.101.740.— op een amortisatierekening.



Papier- en papierwaren . . .	1913	Stroocartonfabr. „Appingedam” . . . . .	317.250.—	—	226.526.—	90.724.—	—	317.250.—
	1923	Lutkie & Cranenburg . . . . .	175.000.—	—	—	175.000.—	—	175.000.—
	1936	Kon. Ned. Papierfabriek . . . . .	1.155.000.—	50.244.—	61.957.—	1.042.799.—	—	1.104.756.—
Textielindustrie . . . . .			1.647.250.—	50.244.—	288.483.—	1.308.523.—		1.597.006.—
	1924	J. A. Carp's Garenfabriek . . . . .	2.386.185.—	—	2.386.185.—	—	—	2.386.185.—
	1926	Vitrage-Weverij „Anglo-Holland” . . . . .	250.000.—	—	210.743.—	39.257.—	—	250.000.—
	—	Vereenigde Touwfabrieken . . . . .	4.739.000.—	—	—	4.739.000.—	—	4.739.000.—
	1931	Kon. Ver. Tapijtfabrieken . . . . .	1.250.000.—	218.240.—	27.377.—	1.004.383.—	—	1.031.760.—
	—	Int. Viscose Mij. . . . .	9.000.000.—	—	—	9.000.000.—	—	9.000.000.—
	1932	De Wit's Deken Industrie . . . . .	708.000.—	—	708.000.—	—	—	708.000.—
	—	Bontweverij „De Batavier” . . . . .	651.000.—	—	550.069.—	100.931.— <sup>25)</sup>	—	651.000.—
	1933	Holl. Kunstzijde Unie . . . . .	6.000.000.—	—	—	6.000.0000.—	—	6.000.000.—
	1936	Vereenigde Touwfabrieken . . . . .	3.937.500.—	—	—	2.141.650.—	1.795.850.— <sup>26)</sup>	3.937.500.—
	—	P. F. van Vlissingen & Co. . . . .	1.000.000.—	200.000.—	—	600.000.—	200.000.— <sup>27)</sup>	800.000.—
	1937	Vitrage-Weverij „Anglo-Holland” . . . . .	293.750.—	—	200.447.—	93.303.—	—	293.750.—
	1938	J. A. Carp's Garenfabriek . . . . .	550.000.—	—	243.814.—	306.186.—	—	550.000.—
Diversen . . . . .			30.765.435.—	418.240.—	4.326.635.—	24.024.710.—	1.995.850.—	30.347.195.—
	1906	Electra, Mij. v. El. Stations . . . . .	840.000.—	—	—	840.000.—	—	840.000.—
	1922	Delftsche Leerlooierij v/h Alex Adam . . . . .	791.000.—	—	596.038.—	194.962.—	—	791.000.—
	1930	Ver. Ned. Rubberfabrieken . . . . .	1.400.000.—	—	1.227.654.—	172.346.—	—	1.400.000.—
	1934	Unie van IJsfabrieken . . . . .	2.090.000.—	—	—	2.090.000.—	—	2.090.000.—
	1935	Industr. Mij. Palembang . . . . .	844.456.—	—	297.994.—	546.462.—	—	844.456.—
	1936	Handel Mij. R. S. Stokvis & Zn. . . . .	9.833.333.—	—	3.913.873.—	5.919.460.—	—	9.833.333.—
	—	Ned. Mij. tot het Verr. v. Mijnb. Werken . . . . .	2.250.000.—	—	20.131.—	2.229.869.— <sup>28)</sup>	—	2.250.000.—
	1937	Delftsche Leerlooierij v/h Alex Adam . . . . .	470.500.—	—	—	470.500.—	—	470.500.—
			18.519.289.—	—	6.055.690.—	12.463.599.—	—	18.519.289.—
		TOTAAL . . . . .	233.959.333.—	3.220.844.—	62.530.695.—	151.927.275.—	2.457.219.—	230.738.489.—
					13.823.300.—			
		Steen, Glas, Kalk enz. . . . .	13.255.838.—	64.252.—	6.717.473.—	4.352.490.—	70.823.—	13.191.586.—
		Chemische Industrie . . . . .	20.596.258.—	18.945.—	2.153.314.—	18.297.999.—	126.000.—	20.577.313.—
		Houtwaren enz. . . . .	2.325.000.—	—	868.793.—	1.450.865.—	5.342.—	2.325.000.—
		Kleeding enz. . . . .	4.200.701.—	—	1.703.244.—	2.487.577.—	9.880.—	4.200.701.—
					10.272.500.—			
		Metaalindustrie . . . . .	80.789.384.—	1.713.005.—	22.141.748.—	46.655.657.—	6.474.—	79.076.379.—
		Electrotechnische Industrie . . . . .	7.210.000.—	25.000.—	3.345.533.—	3.839.467.—	—	7.185.000.—
		Edelmetaalindustrie . . . . .	4.360.774.—	—	80.230.—	4.280.544.—	—	4.360.774.—
					1.500.000.—			
		Voedings- en Genotmiddelen . . . . .	50.289.404.—	931.158.—	14.849.552.—	32.765.844.—	242.850.—	49.358.246.—
		Papier- en papierwaren . . . . .	1.647.250.—	50.244.—	288.483.—	1.308.523.—	—	1.597.006.—
		Textielindustrie . . . . .	30.765.435.—	418.240.—	4.326.635.—	24.024.710.—	1.995.850.—	30.347.195.—
		Diversen . . . . .	18.519.289.—	—	6.055.690.—	12.463.599.—	—	18.519.289.—
			233.959.333.—	3.220.844.—	62.530.695.—	151.927.275.—	2.457.219.—	230.738.489.—

In de kolom „Vrijgekomen door reorganisatie” zijn behalve de afgestempelde bedragen op aandelen ook andere bedragen begrepen als prijsgegeven door crediteuren, afboeking, reserves, winst op verkoop van aandelen, enz.



Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode gereorganiseerde bedrijven vermelden wij eenige cijfers van de Kwatta-fabrieken en de Zuid-Hollandsche Bierbrouwerijen.

*Activa.*

K W A T T A									Z.-H. BIERBROUWERIJ								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.	Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	11.75	0.36	5.92	14.94	21.43	8.17	37.43	—	1924	2.02	1.62	30.91	11.86	—	—	53.59	—
1925	4.77	0.40	10.85	14.81	24.88	8.40	35.89	—	1925	1.99	1.23	31.90	12.19	—	—	52.69	—
1926	10.23	0.40	10.83	9.51	35.85	—	33.18	—	1926	3.68	—	28.82	14.54	—	—	52.96	—
1927	8.62	0.42	11.42	8.96	40.59	—	29.99	—	1927	2.56	—	27.55	16.74	—	—	51.52	1.63
1928	15.63	0.41	7.06	12.68	37.40	—	26.82	—	1928	5.36	—	27.48	17.58	—	—	49.58	—
1929	23.16	0.34	6.40	10.39	38.37	—	21.34	—	1929	6.33	—	28.81	16.38	—	—	48.48	—
1930	31.29	0.01	5.72	9.57	19.25	15.23	18.93	—	1930	5.68	0.09	18.95	17.27	11.17	0.22	46.62	—
1931	30.33	0.01	5.40	10.25	16.13	20.98	16.90	—	1931	1.60	0.09	17.28	17.72	12.23	0.24	50.84	—
1932	29.05	1.88	6.01	9.04	15.17	20.92	17.93	—	1932	1.30	0.10	18.26	14.72	13.28	0.26	52.08	—
1933	30.79	2.49	8.68	5.86	13.77	24.43	13.98	—	1933	1.57	0.11	19.05	13.32	13.05	0.28	52.62	—
1934	29.94	3.06	4.97	7.00	15.98	25.57	13.48	—	1934	1.86	0.12	16.16	13.74	13.87	0.30	53.95	—
1935	34.99	0.01	5.83	8.04	15.66	22.05	13.42	—	1935	4.47	0.12	15.11	12.64	14.69	0.31	52.66	—
1936	25.61	0.01	6.10	12.88	20.20	25.00	10.20	—	1936	4.76	0.15	15.06	11.96	15.49	0.32	52.26	—
1937	20.97	0.01	5.46	10.51	24.67	27.14	11.24	—	1937	6.91	0.20	10.02	16.23	5.05	0.19	61.40	—
Reorg. 1938	29.65	0.01	11.62	11.90	14.60	20.10	12.12	—	1938	6.17	0.23	10.60	18.41	5.23	0.19	59.17	—
1939	22.00	0.01	8.97	22.67	15.44	19.58	11.33	—	1939	5.05	0.20	8.93	21.07	5.50	0.19	59.06	—
1940	22.15	0.01	7.18	19.18	18.98	19.63	12.87	—	1940	7.07	0.21	8.57	22.68	3.21	0.19	58.07	—
1941	29.11	0.01	1.57	22.18	19.94	16.71	10.48	—	1941	26.69	0.19	5.59	18.64	3.20	0.16	45.53	—
1942	34.25	0.01	2.63	6.79	21.80	21.59	12.93	—	1942	33.81	9.19	3.96	11.73	2.47	0.04	38.80	—
																	Reorg.

Kwatta 1926—29; Vlottende activa inclusief aandelen en voorschotten aan andere buitenlandse ondernemingen.

OPMERKINGEN:

*Kwatta:* Reserve-activa voornamelijk kasmiddelen vrij gunstig hoewel tot aan reorganisatie afnemend. Vlottende activa tot aan reorganisatie afnemend. Verschuiving van debiteuren naar voorraden en overige vlottende activa. Vaste activa afnemend. De reorganisatie bij Kwatta vloeiende voornamelijk voort uit de noodig gebleken afschrijving op haar Duitsche belangen.

*Z.H.B.:* Reserve-activa zwak. Verhouding van debiteuren, voorraden en overige vlottende activa vertoont afname van debiteuren tegenover de overige activa. Aandeel van vaste activa toenemend. In reorganisatie-balans komt deze tendentie nog duidelijker tot uitdrukking.



## Passiva.

K W A T T A							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	85. <sup>81</sup>	6. <sup>12</sup>	—	— <sup>60</sup>	—	—	7. <sup>47</sup>
1925	87. <sup>62</sup>	1. <sup>63</sup>	—	— <sup>61</sup>	—	—	10. <sup>14</sup>
1926	88. <sup>69</sup>	1. <sup>65</sup>	—	— <sup>62</sup>	—	—	9. <sup>04</sup>
1927	88. <sup>43</sup>	1. <sup>65</sup>	—	— <sup>61</sup>	—	—	9. <sup>31</sup>
1928	86. <sup>79</sup>	3. <sup>51</sup>	—	— <sup>60</sup>	—	—	9. <sup>10</sup>
1929	86. <sup>15</sup>	3. <sup>75</sup>	—	— <sup>60</sup>	—	—	9. <sup>50</sup>
1930	85. <sup>92</sup>	3. <sup>64</sup>	—	— <sup>60</sup>	—	—	9. <sup>84</sup>
1931	86. <sup>51</sup>	3. <sup>79</sup>	—	— <sup>60</sup>	—	—	9. <sup>10</sup>
1932	83. <sup>49</sup>	4. <sup>38</sup>	—	— <sup>70</sup>	—	—	11. <sup>43</sup>
1933	84. <sup>49</sup>	4. <sup>44</sup>	—	— <sup>70</sup>	—	—	10. <sup>37</sup>
1934	86. <sup>15</sup>	4. <sup>52</sup>	—	— <sup>72</sup>	—	—	8. <sup>61</sup>
1935	83. <sup>49</sup>	5. <sup>26</sup>	—	— <sup>83</sup>	—	—	10. <sup>42</sup>
1936	81. <sup>17</sup>	6. <sup>59</sup>	—	— <sup>95</sup>	—	—	11. <sup>29</sup>
1937	82. <sup>80</sup>	6. <sup>14</sup>	—	— <sup>97</sup>	—	—	10. <sup>09</sup>
Reorg.	1938	63. <sup>70</sup>	8. <sup>02</sup>	—	1. <sup>50</sup>	—	26. <sup>78</sup>
	1939	70. <sup>51</sup>	9. <sup>48</sup>	—	1. <sup>66</sup>	—	18. <sup>35</sup>
	1940	64. <sup>77</sup>	17. <sup>71</sup>	—	2. <sup>02</sup>	—	15. <sup>50</sup>
	1941	56. <sup>16</sup>	22. <sup>67</sup>	—	1. <sup>75</sup>	—	19. <sup>42</sup>
	1942	50. <sup>37</sup>	35. <sup>49</sup>	—	1. <sup>57</sup>	—	12. <sup>57</sup>

Z.-H. BIERBROUWERIJ							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	6. <sup>27</sup>	8. <sup>88</sup>	18. <sup>81</sup>	—	53. <sup>01</sup>	* <sup>08</sup>	10. <sup>95</sup>
1925	6. <sup>36</sup>	10. <sup>97</sup>	19. <sup>07</sup>	—	51. <sup>77</sup>	2. <sup>09</sup>	9. <sup>74</sup>
1926	6. <sup>30</sup>	10. <sup>30</sup>	18. <sup>91</sup>	—	49. <sup>05</sup>	5. <sup>74</sup>	9. <sup>70</sup>
1927	6. <sup>23</sup>	11. <sup>97</sup>	18. <sup>69</sup>	—	47. <sup>69</sup>	5. <sup>60</sup>	9. <sup>82</sup>
1928	6. <sup>22</sup>	12. <sup>83</sup>	18. <sup>65</sup>	—	46. <sup>12</sup>	5. <sup>37</sup>	10. <sup>81</sup>
1929	6. <sup>16</sup>	15. <sup>07</sup>	18. <sup>49</sup>	—	44. <sup>23</sup>	5. <sup>05</sup>	11. <sup>00</sup>
1930	6. <sup>03</sup>	18. <sup>10</sup>	18. <sup>10</sup>	—	41. <sup>77</sup>	4. <sup>38</sup>	11. <sup>62</sup>
1931	6. <sup>42</sup>	15. <sup>71</sup>	19. <sup>25</sup>	—	42. <sup>71</sup>	4. <sup>53</sup>	11. <sup>38</sup>
1932	6. <sup>72</sup>	16. <sup>46</sup>	20. <sup>18</sup>	—	42. <sup>90</sup>	4. <sup>63</sup>	9. <sup>11</sup>
1933	7. <sup>16</sup>	13. <sup>77</sup>	21. <sup>47</sup>	—	43. <sup>56</sup>	4. <sup>60</sup>	9. <sup>44</sup>
1934	7. <sup>74</sup>	8. <sup>62</sup>	23. <sup>20</sup>	—	46. <sup>40</sup>	4. <sup>82</sup>	9. <sup>22</sup>
1935	7. <sup>97</sup>	7. <sup>09</sup>	23. <sup>92</sup>	—	47. <sup>08</sup>	4. <sup>62</sup>	9. <sup>32</sup>
1936	8. <sup>31</sup>	5. <sup>21</sup>	24. <sup>94</sup>	—	48. <sup>24</sup>	4. <sup>60</sup>	8. <sup>70</sup>
Reorg.	1937	—. <sup>56</sup>	9. <sup>38</sup>	6. <sup>75</sup>	—	64. <sup>74</sup>	5. <sup>90</sup> 12. <sup>67</sup>
	1938	—. <sup>57</sup>	9. <sup>45</sup>	6. <sup>80</sup>	—	64. <sup>63</sup>	5. <sup>49</sup> 13. <sup>06</sup>
	1939	—. <sup>56</sup>	9. <sup>36</sup>	6. <sup>74</sup>	—	63. <sup>39</sup>	5. <sup>19</sup> 14. <sup>76</sup>
	1940	—. <sup>57</sup>	9. <sup>48</sup>	6. <sup>83</sup>	—	63. <sup>56</sup>	4. <sup>88</sup> 14. <sup>68</sup>
	1941	—. <sup>52</sup>	8. <sup>73</sup>	6. <sup>29</sup>	—	57. <sup>91</sup>	—. <sup>49</sup> 26. <sup>06</sup>
	1942	—. <sup>44</sup>	14. <sup>46</sup>	5. <sup>28</sup>	—	45. <sup>65</sup>	—. <sup>16</sup> 34. <sup>01</sup>

\* Bestaat uit hypotheek o/g.

## OPMERKINGEN:

*Kwatta:* Reserves vrij gering. Geen vreemd vermogen op langen termijn. Vreemd vermogen op korten termijn tot aan reorg. eenigszins toenemend.

*Z.H.B.:* Eigen vermogen en reserves gering. Reserves afnemend tot aan reorganisatie. Preferent kapitaal en obligatievermogen toenemend resp. tot 25 % en ruim 48 %. Vreemd vermogen op korten termijn tot aan reorganisatie afnemend. Financiering hier hoofdzakelijk met vreemd vermogen, terwijl de reserve-activa tot 1940 vrijwel ontbreken. Een zeer ongunstige verhouding.



## 5. TEXTIELINDUSTRIE

Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde bedrijven vermelden we enkele cijfers van de Industrie- en Handelonderneming J. P. Wyers.

*Activa.*

J. P. W Y E R S								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	VI. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	0. <sup>32</sup>	—	39. <sup>82</sup>	33. <sup>75</sup>	—	3. <sup>72</sup>	22. <sup>39</sup>	—
1925	0. <sup>40</sup>	—	36. <sup>67</sup>	37. <sup>27</sup>	1. <sup>68</sup>	2. <sup>47</sup>	21. <sup>51</sup>	—
1926	0. <sup>18</sup>	—	39. <sup>93</sup>	34. <sup>91</sup>	—	3. <sup>40</sup>	21. <sup>58</sup>	—
1927	0. <sup>16</sup>	—	38. <sup>00</sup>	35. <sup>72</sup>	—	5. <sup>58</sup>	20. <sup>54</sup>	—
1928	0. <sup>16</sup>	—	36. <sup>19</sup>	37. <sup>64</sup>	—	6. <sup>84</sup>	19. <sup>17</sup>	—
1929	0. <sup>16</sup>	—	36. <sup>48</sup>	31. <sup>16</sup>	—	13. <sup>98</sup>	18. <sup>22</sup>	—
1930	0. <sup>12</sup>	—	35. <sup>75</sup>	34. <sup>48</sup>	—	12. <sup>86</sup>	16. <sup>79</sup>	—
1931	0. <sup>21</sup>	—	35. <sup>91</sup>	27. <sup>87</sup>	—	12. <sup>27</sup>	23. <sup>74</sup>	—
1932	0. <sup>13</sup>	—	35. <sup>16</sup>	23. <sup>26</sup>	—	14. <sup>62</sup>	26. <sup>83</sup>	—
1933	0. <sup>56</sup>	—	35. <sup>95</sup>	22. <sup>02</sup>	3. <sup>58</sup>	9. <sup>99</sup>	27. <sup>90</sup>	—
1934	0. <sup>71</sup>	—	32. <sup>77</sup>	25. <sup>35</sup>	3. <sup>31</sup>	11. <sup>06</sup>	26. <sup>80</sup>	—
1935	0. <sup>66</sup>	—	33. <sup>98</sup>	23. <sup>27</sup>	3. <sup>11</sup>	11. <sup>23</sup>	27. <sup>75</sup>	—
1936	0. <sup>86</sup>	—	30. <sup>64</sup>	24. <sup>14</sup>	4. <sup>94</sup>	11. <sup>33</sup>	28. <sup>09</sup>	—
1937	0. <sup>77</sup>	—	29. <sup>53</sup>	31. <sup>04</sup>	2. <sup>86</sup>	9. <sup>67</sup>	26. <sup>13</sup>	—
1938	1. <sup>74</sup>	—	29. <sup>92</sup>	28. <sup>14</sup>	3. <sup>95</sup>	10. <sup>30</sup>	25. <sup>95</sup>	—
1939	0. <sup>57</sup>	—	35. <sup>23</sup>	28. <sup>14</sup>	2. <sup>13</sup>	9. <sup>57</sup>	24. <sup>36</sup>	—
1940	0. <sup>62</sup>	1. <sup>72</sup>	30. <sup>33</sup>	22. <sup>29</sup>	10. <sup>79</sup>	9. <sup>45</sup>	24. <sup>80</sup>	—
1941	11. <sup>78</sup>	—	13. <sup>99</sup>	19. <sup>89</sup>	10. <sup>54</sup>	9. <sup>91</sup>	33. <sup>89</sup>	—
1942	20. <sup>59</sup>	—	10. <sup>77</sup>	15. <sup>34</sup>	11. <sup>16</sup>	10. <sup>08</sup>	32. <sup>06</sup>	—

## OPMERKINGEN:

Kasmiddelen en effecten vrij ongunstig. Debiteuren en voorraden vormen het grootste gedeelte van het actief. Aandeel in het totale kapitaal afnemend. Aandeel van vaste activa toenemend.



*Passiva.*

J. P. W Y E R S							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V.K. (L.)	V.K. (K.)
						*	
1924	70. <sup>51</sup>	—	—	—	—	—. <sup>79</sup>	28. <sup>70</sup>
1925	69. <sup>17</sup>	—	—	—	—	—. <sup>73</sup>	30. <sup>10</sup>
1926	70. <sup>84</sup>	—	—	—	—	—. <sup>69</sup>	28. <sup>47</sup>
1927	70. <sup>41</sup>	—	—	—	—	—. <sup>63</sup>	28. <sup>96</sup>
1928	61. <sup>77</sup>	—	—	—	—	—. <sup>55</sup>	37. <sup>68</sup>
1929	64. <sup>58</sup>	—. <sup>58</sup>	—	—. <sup>65</sup>	—	—	34. <sup>19</sup>
1930	54. <sup>34</sup>	—. <sup>49</sup>	—	—. <sup>54</sup>	—	16. <sup>30</sup>	28. <sup>33</sup>
1931	59. <sup>36</sup>	—	—	—. <sup>60</sup>	—	16. <sup>26</sup>	23. <sup>78</sup>
1932	59. <sup>16</sup>	—	—	—. <sup>69</sup>	—	16. <sup>26</sup>	23. <sup>89</sup>
1933	58. <sup>91</sup>	—	—	—. <sup>73</sup>	—	15. <sup>26</sup>	25. <sup>10</sup>
1934	63. <sup>03</sup>	—	—	—. <sup>74</sup>	—	13. <sup>35</sup>	22. <sup>88</sup>
1935	65. <sup>51</sup>	—	—	—. <sup>77</sup>	—	11. <sup>56</sup>	22. <sup>16</sup>
1936	69. <sup>38</sup>	—	—	—. <sup>82</sup>	—	9. <sup>79</sup>	20. <sup>01</sup>
1937	69. <sup>13</sup>	2. <sup>93</sup>	—	—. <sup>81</sup>	—	13. <sup>46</sup>	13. <sup>67</sup>
1938	66. <sup>83</sup>	2. <sup>83</sup>	—	—. <sup>79</sup>	—	17. <sup>69</sup>	11. <sup>86</sup>
1939	60. <sup>89</sup>	5. <sup>16</sup>	—	—. <sup>72</sup>	—	12. <sup>37</sup>	20. <sup>86</sup>
1940	66. <sup>79</sup>	6. <sup>11</sup>	—	—. <sup>79</sup>	—	11. <sup>41</sup>	14. <sup>90</sup>
1941	64. <sup>53</sup>	15. <sup>79</sup>	—	—. <sup>76</sup>	—	10. <sup>25</sup>	8. <sup>67</sup>
1942	58. <sup>95</sup>	15. <sup>88</sup>	—	—. <sup>69</sup>	—	9. <sup>19</sup>	15. <sup>29</sup>

\* 1924—1928. Bestaat uit hypotheek o/g.

**OPMERKINGEN:**

Reserves gering. Financiering grootendeels met eigen vermogen en vreemd vermogen op korten termijn. Vreemd vermogen op langen termijn niet onbelangrijk sedert 1930. Zie aantekening.



Als voorbeeld van in de door ons beschouwde periode gereorganiseerde bedrijven vermelden we enkele cijfers van de Anglo-Holland.

*Activa.*

ANGLO HOLLAND								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	6. <sup>71</sup>	—	14. <sup>85</sup>	52. <sup>87</sup>	2. <sup>11</sup>	—	23. <sup>46</sup>	—
1925	8. <sup>76</sup>	—	20. <sup>28</sup>	46. <sup>72</sup>	—	—	24. <sup>24</sup>	—
1926	16. <sup>56</sup>	—	16. <sup>68</sup>	38. <sup>56</sup>	—	—	28. <sup>20</sup>	—
1927	0. <sup>78</sup>	—	19. <sup>62</sup>	32. <sup>90</sup>	0. <sup>73</sup>	—	45. <sup>97</sup>	—
1928	0. <sup>24</sup>	—	6. <sup>42</sup>	30. <sup>67</sup>	0. <sup>24</sup>	—	62. <sup>43</sup>	—
1929	0. <sup>19</sup>	—	16. <sup>65</sup>	13. <sup>66</sup>	0. <sup>25</sup>	—	69. <sup>25</sup>	—
1930	—	—	—	—	—	—	—	—
1931	0. <sup>77</sup>	—	12. <sup>40</sup>	22. <sup>94</sup>	0. <sup>26</sup>	—	63. <sup>63</sup>	—
1932	2. <sup>36</sup>	—	26. <sup>63</sup>	6. <sup>33</sup>	0. <sup>34</sup>	—	64. <sup>34</sup>	—
1933	3. <sup>02</sup>	—	24. <sup>73</sup>	7. <sup>72</sup>	1. <sup>43</sup>	—	63. <sup>10</sup>	—
1934	3. <sup>52</sup>	—	11. <sup>23</sup>	13. <sup>25</sup>	0. <sup>84</sup>	—	71. <sup>16</sup>	—
1935	0. <sup>17</sup>	—	16. <sup>54</sup>	10. <sup>93</sup>	0. <sup>47</sup>	—	71. <sup>89</sup>	—
1936	0. <sup>26</sup>	—	10. <sup>67</sup>	18. <sup>50</sup>	0. <sup>37</sup>	—	70. <sup>20</sup>	—
1937	0. <sup>40</sup>	—	11. <sup>70</sup>	29. <sup>36</sup>	0. <sup>59</sup>	—	57. <sup>95</sup>	—
1938	0. <sup>80</sup>	—	7. <sup>04</sup>	39. <sup>00</sup>	0. <sup>43</sup>	—	52. <sup>73</sup>	—
1939	0. <sup>57</sup>	—	7. <sup>23</sup>	33. <sup>86</sup>	0. <sup>33</sup>	—	58. <sup>01</sup>	—
1940	0. <sup>90</sup>	—	6. <sup>99</sup>	39. <sup>70</sup>	0. <sup>45</sup>	—	51. <sup>96</sup>	—
1941	4. <sup>49</sup>	—	19. <sup>43</sup>	28. <sup>20</sup>	0. <sup>30</sup>	—	47. <sup>58</sup>	—
1942	32. <sup>85</sup>	—	3. <sup>56</sup>	21. <sup>69</sup>	0. <sup>55</sup>	—	41. <sup>35</sup>	—

Reorganisatie

Reorganisatie

OPMERKINGEN:

Reserve-activa ontbreken. Kasmiddelen sterk afnemend tot aan reorganisatie. Sterke verschuiving in vlottende activa van debiteuren naar voorraden. Toenemend aandeel van vaste activa tot aan een jaar voor de reorganisatie (wij beschouwen in hoofdzaak de cijfers tot aan de tweede reorganisatie). Na de reorganisatie blijken de verhoudingen van voorraden en debiteuren nog ongunstiger te zijn.



*Passiva.*

ANGLO HOLLAND							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	84. <sup>72</sup>	—	—	—	—	—	15. <sup>28</sup>
1925	83. <sup>33</sup>	—	—	—	—	—	16. <sup>67</sup>
1926	76. <sup>80</sup>	—	—	—	—	—	23. <sup>20</sup>
Reorganisatie							
1927	56. <sup>12</sup>	—	—	—	—	—	43. <sup>88</sup>
1928	55. <sup>64</sup>	—	—	—	23. <sup>10</sup>	—	21. <sup>26</sup>
1929	65. <sup>95</sup>	—	—	—	27. <sup>53</sup>	—	6. <sup>52</sup>
1930	—	—	—	—	—	—	—
1931	65. <sup>50</sup>	—	—	—	28. <sup>04</sup>	—	6. <sup>46</sup>
1932	67. <sup>22</sup>	—	—	—	30. <sup>33</sup>	—	2. <sup>45</sup>
1933	63. <sup>73</sup>	—	—	—	32. <sup>10</sup>	—	4. <sup>17</sup>
1934	55. <sup>59</sup>	—	—	—	34. <sup>14</sup>	—	10. <sup>27</sup>
1935	47. <sup>34</sup>	—	—	—	37. <sup>71</sup>	—	14. <sup>95</sup>
1936	32. <sup>13</sup>	—	—	—	38. <sup>67</sup>	—	29. <sup>20</sup>
1937	17. <sup>19</sup>	—	—	—	35. <sup>54</sup>	—	47. <sup>27</sup>
Reorganisatie							
1938	22. <sup>11</sup>	—	22. <sup>13</sup>	—	—	—	55. <sup>76</sup>
1939	34. <sup>98</sup>	2. <sup>09</sup>	24. <sup>83</sup>	—	—	—	38. <sup>10</sup>
1940	30. <sup>76</sup>	1. <sup>04</sup>	21. <sup>83</sup>	—	—	—	46. <sup>37</sup>
1941	32. <sup>48</sup>	2. <sup>50</sup>	23. <sup>06</sup>	—	—	—	41. <sup>96</sup>
1942	34. <sup>86</sup>	15. <sup>04</sup>	34. <sup>86</sup>	—	—	—	15. <sup>24</sup>

## OPMERKINGEN:

Sterk afnemende beteekenis van het eigen vermogen. Belangrijke en toenemende beteekenis van het obligatievermogen en vreemd vermogen op korten termijn. Ook na de reorganisatie blijft vreemd vermogen op korten termijn zeer belangrijk. Obligatievermogen werd grootendeels omgezet in preferent aandeelenkapitaal.



## 6. METAAL- EN METAALWAREN

Als voorbeeld van de in door ons beschouwde periode niet-gereorganiseerde ondernemingen vermelden we hier enkele cijfers van de Dordrechtsche Metaalwarenfabriek.

*Activa.*

DORDR. METAALWARENFABRIEK								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	0.18	0.19	14.06	43.82	3.13	—	38.62	—
1925	0.35	0.41	17.54	38.25	2.64	—	40.81	—
1926	0.40	0.32	22.44	32.88	3.12	—	40.84	—
1927	0.20	0.22	19.31	38.00	2.80	—	39.47	—
1928	0.12	0.42	17.09	47.50	2.28	—	32.59	—
1929	0.57	0.25	19.46	38.03	0.68	—	41.01	—
1930	0.19	0.28	53.12	25.12	0.18	—	21.11	—
1931	0.80	0.56	20.36	36.47	0.28	—	41.53	—
1932	9.46	0.56	21.01	28.41	0.61	—	39.95	—
1933	4.23	0.15	42.75	21.96	1.08	—	29.83	—
1934	0.59	8.19	48.30	18.16	0.59	—	24.17	—
1935	0.49	7.66	34.43	22.69	0.36	—	34.37	—
1936	0.81	0.17	38.18	31.94	0.25	—	28.65	—
1937	0.62	0.01	42.12	32.69	0.26	—	24.30	—
1938	1.93	0.01	17.59	39.51	0.50	—	40.46	—
1939	12.83	0.01	17.01	31.87	0.43	—	37.85	—
1940	42.41	0.01	11.61	14.39	0.37	—	31.21	—
1941	12.20	2.75	63.19	—	0.26	—	21.60	—
1942	74.25	4.59	1.47	—	0.87	—	18.82	—

## OPMERKINGEN:

Kas- en reserve-activa gering. Afwisselende verhoudingen van debiteuren en voorraden, die te zamen het grootste gedeelte van het actief vormen. Vaste activa eenigszins afnemend tot 1937. Daarna weer toenemend, om in de laatste jaren sterk af te nemen. Sterke toename van de liquide middelen in de laatste jaren is een oorlogsverschijnsel.



*Passiva.*

DORDR. METAALWARENFABRIEK							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	64. <sup>07</sup>	18. <sup>52</sup>	—	—	—	—	17. <sup>41</sup>
1925	64. <sup>97</sup>	19. <sup>35</sup>	—	—	—	—	15. <sup>68</sup>
1926	66. <sup>01</sup>	20. <sup>46</sup>	—	—	—	—	13. <sup>53</sup>
1927	58. <sup>75</sup>	18. <sup>86</sup>	—	—	—	—	22. <sup>39</sup>
1928	48. <sup>06</sup>	15. <sup>64</sup>	—	—	—	—	36. <sup>30</sup>
1929	68. <sup>68</sup>	—	—	—	—	—	31. <sup>32</sup>
1930	77. <sup>23</sup>	—	—	—	—	—	22. <sup>77</sup>
1931	85. <sup>74</sup>	—	—	—	—	—	14. <sup>26</sup>
1932	94. <sup>90</sup>	—	—	—	—	—	5. <sup>10</sup>
1933	79. <sup>52</sup>	—	—	—	—	—	20. <sup>48</sup>
1934	63. <sup>94</sup>	—	—	—	—	—	36. <sup>06</sup>
1935	89. <sup>23</sup>	—	—	—	—	—	10. <sup>77</sup>
1936	88. <sup>98</sup>	1. <sup>19</sup>	—	—	—	—	9. <sup>83</sup>
1937	87. <sup>35</sup>	—. <sup>58</sup>	—	—	—	—	12. <sup>07</sup>
1938	92. <sup>79</sup>	1. <sup>95</sup>	—	—	—	—	5. <sup>26</sup>
1939	95. <sup>31</sup>	1. <sup>92</sup>	—	—	—	—	2. <sup>77</sup>
1940	90. <sup>89</sup>	1. <sup>82</sup>	—	—	—	—	7. <sup>29</sup>
1941	91. <sup>68</sup>	1. <sup>80</sup>	—	—	—	—	6. <sup>52</sup>
1942	90. <sup>22</sup>	1. <sup>80</sup>	—	—	—	—	7. <sup>98</sup>

## OPMERKINGEN:

Eigen vermogen zeer belangrijk. Omvat bijna de geheele financiering. Vreemd vermogen op korten termijn in de eerste jaren van het onderzoek toenemend daarna sterk afnemend. Het nagenoeg ontbreken van vreemd vermogen op langen termijn rechtvaardigt eenigszins, hoewel niet geheel, het ontbreken van reserve-activa.



Als voorbeeld van de door ons beschouwde periode gereorganiseerde ondernemingen vermelden we hier enkele cijfers van de Automatic Screw Works.

*Activa.*

AUTOMATIC SCREW WORKS								
Jaar	K.	Eff.	Deb.	Voor.	Vl. A.	D.	V.A.	I.A.
1924	0. <sup>07</sup> *	—	9. <sup>07</sup>	19. <sup>32</sup> **	—	—	71. <sup>54</sup>	—
1925	0. <sup>58</sup>	—	9. <sup>30</sup>	24. <sup>94</sup>	—	—	65. <sup>18</sup>	—
1926	0. <sup>87</sup>	—	10. <sup>18</sup>	32. <sup>33</sup>	—	—	56. <sup>62</sup>	—
1927	0. <sup>40</sup>	—	13. <sup>49</sup>	36. <sup>39</sup>	—	—	49. <sup>72</sup>	—
1928	1. <sup>08</sup>	—	14. <sup>63</sup>	32. <sup>20</sup>	—	—	52. <sup>09</sup>	—
1929	0. <sup>54</sup>	—	15. <sup>59</sup>	26. <sup>62</sup>	—	—	57. <sup>25</sup>	—
1930	1. <sup>04</sup>	—	11. <sup>18</sup>	29. <sup>44</sup>	—	—	58. <sup>34</sup>	—
1931	0. <sup>61</sup>	—	8. <sup>88</sup>	26. <sup>10</sup>	—	—	64. <sup>41</sup>	—
1932	0. <sup>75</sup>	—	12. <sup>64</sup>	23. <sup>00</sup>	—	—	63. <sup>61</sup>	—
1933	1. <sup>27</sup>	—	12. <sup>77</sup>	21. <sup>97</sup>	—	—	63. <sup>99</sup>	—
1934	0. <sup>31</sup>	—	10. <sup>04</sup>	22. <sup>42</sup>	—	—	67. <sup>23</sup>	—
1935	0. <sup>80</sup>	—	9. <sup>03</sup>	22. <sup>06</sup>	—	—	68. <sup>11</sup>	—
1936	0. <sup>59</sup>	—	10. <sup>15</sup>	25. <sup>92</sup>	—	—	63. <sup>34</sup>	—
1937	1. <sup>52</sup>	—	15. <sup>66</sup>	24. <sup>63</sup>	28. <sup>85</sup>	—	29. <sup>34</sup>	—
1938	0. <sup>88</sup>	—	19. <sup>32</sup>	41. <sup>47</sup>	—	—	38. <sup>33</sup>	—
1939	0. <sup>91</sup>	—	17. <sup>93</sup>	47. <sup>04</sup>	—	—	34. <sup>12</sup>	—
1940	1. <sup>98</sup>	—	22. <sup>62</sup>	48. <sup>90</sup>	—	—	26. <sup>50</sup>	—
1941	17. <sup>14</sup>	—	11. <sup>41</sup>	48. <sup>69</sup>	—	—	22. <sup>76</sup>	—
1942	8. <sup>28</sup>	—	7. <sup>34</sup>	58. <sup>46</sup>	—	—	25. <sup>92</sup>	—

Reorganisatie

Reorganisatie

\* 1941—1942 Kas incl. effecten.

\*\* 1924 t/m 1942 incl. „Fabrikaten”.

OPMERKINGEN:

Zeer geringe kaspositie. Overige reserve-activa ontbreken geheel. De vlottende activa vertoonen in de laatste jaren weer een vermindering van debiteuren t.o.v. voorraden. Toenemende beteekenis van vaste activa tot aan de reorganisatie.



*Passiva.*

AUTOMATIC SCREW WORKS							
Jaar	G.K.	Res.	Pr. K.	Prior. K.	Obl.	V. K. (L.)	V. K. (K.)
1924	77. <sup>42</sup>	1. <sup>10</sup>	—	—	1. <sup>16</sup>	—	20. <sup>32</sup>
1925	72. <sup>27</sup>	—	—	—	—	—	27. <sup>73</sup>
Reorganisatie							
1926	56. <sup>50</sup>	9. <sup>70</sup>	—	—	—	—	33. <sup>80</sup>
1927	47. <sup>34</sup>	6. <sup>96</sup>	—	—	—	—	45. <sup>70</sup>
1928	51. <sup>13</sup>	9. <sup>16</sup>	—	—	—	—	39. <sup>71</sup>
1929	55. <sup>06</sup>	10. <sup>25</sup>	—	—	—	—	34. <sup>69</sup>
1930	59. <sup>76</sup>	11. <sup>57</sup>	—	—	—	—	28. <sup>67</sup>
1931	66. <sup>00</sup>	—. <sup>30</sup>	—	—	—	—	33. <sup>70</sup>
1932	65. <sup>55</sup>	—. <sup>83</sup>	—	—	—	—	33. <sup>62</sup>
1933	62. <sup>45</sup>	—	—	—	—	—	37. <sup>55</sup>
1934	59. <sup>52</sup>	—	—	—	—	—	40. <sup>48</sup>
1935	58. <sup>06</sup>	—	—	—	—	—	41. <sup>94</sup>
1936	54. <sup>63</sup>	—	—	—	—	—	45. <sup>37</sup>
Reorganisatie							
1937	50. <sup>70</sup>	—	7. <sup>35</sup>	—	—	—	41. <sup>95</sup>
1938	67. <sup>66</sup>	—	9. <sup>80</sup>	—	—	—	22. <sup>54</sup>
1939	59. <sup>84</sup>	—	8. <sup>67</sup>	—	—	—	31. <sup>49</sup>
1940	64. <sup>86</sup>	10. <sup>46</sup>	9. <sup>40</sup>	—	—	—	15. <sup>28</sup>
1941	65. <sup>74</sup>	17. <sup>84</sup>	7. <sup>30</sup>	—	—	—	9. <sup>12</sup>
1942	65. <sup>08</sup>	19. <sup>53</sup>	7. <sup>23</sup>	—	—	—	8. <sup>16</sup>

## OPMERKINGEN:

Belangrijke financiering met eigen vermogen, hoewel tot aan de reorganisatie afnemend. Belangrijke en toenemende financiering met vreemd vermogen op korten termijn. In de jaren na de reorganisatie gunstiger verhouding.











BIJLAGE V.

Tabel aangevende het vreemde vermogen op langen termijn in % van het totale vermogen bij gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen.

Jaar	Chemische Industrie		Overige Verkeers-mid. Ind.		Metaal en metaalwaren-fabrieken		Textiel-industrie		Diverse Industrieën		Edelmetaal-bedrijven		Electro techn. Industrie		Papier-Industrie	
	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.
1924	4.7	20.8	16.1	—	—	—	11.4	9.9	13.7	—	—	3.1	—	5.1	—	15.3
1925	4.5	19.3	13.1	—	11.4	—	10.9	9.6	14.3	—	—	3.1	—	5.0	—	16.4
1926	6.4	14.5	14.4	—	11.9	13.2	11.0	9.5	13.9	—	—	3.1	—	5.1	19.1	16.3
1927	4.1	11.6	14.6	—	13.7	12.8	12.0	12.0	14.1	—	—	3.4	—	4.6	18.9	16.4
1928	3.2	11.3	15.5	—	13.7	10.7	7.1	8.1	12.3	—	—	3.3	—	3.2	20.3	16.0
1929	2.8	9.6	14.7	—	14.0	9.1	5.0	4.9	12.0	—	—	3.6	—	6.6	19.6	16.0
1930	1.6	9.3	12.9	—	14.3	9.4	4.8	14.3	10.6	—	—	4.0	—	6.7	19.7	16.6
1931	1.8	9.0	15.2	—	13.8	10.8	4.2	13.3	8.6	—	—	4.3	—	6.0	19.8	16.8
1932	7.0	6.8	15.2	—	14.5	12.7	5.4	12.2	6.5	—	—	4.3	—	7.0	20.3	15.8
1933	6.8	5.9	14.8	—	12.2	12.7	3.9	10.7	4.4	—	—	4.7	—	6.7	19.8	16.8
1934	6.6	4.8	13.9	—	11.8	10.9	5.9	7.8	2.7	—	—	4.4	—	6.8	21.2	15.5
1935	6.7	5.2	15.5	—	11.1	11.1	13.8	6.2	4.3	—	—	3.6	—	6.9	22.2	12.6
1936	6.6	5.3	15.0	—	21.5	10.4	12.1	9.8	5.1	—	—	3.7	—	6.5	35.6	12.3
1937	13.8	7.4	9.5	4.1	26.6	11.7	10.8	7.3	6.7	—	—	3.8	—	6.3	36.0	12.4
1938	13.0	5.5	20.0	5.0	18.8	8.9	7.3	10.7	5.1	—	—	3.7	—	6.8	36.1	12.7
1939	11.4	3.6	21.6	5.8	17.0	9.0	11.8	8.0	4.4	—	—	3.8	—	5.5	33.2	14.0
1940	3.2	3.6	17.3	—	15.9	8.8	12.7	7.9	4.0	—	—	4.1	3.8	4.8	31.9	11.7
1941	1.2	3.5	12.6	—	10.8	8.1	9.4	6.1	4.5	—	—	11.2	2.2	3.6	—	8.7
1942	—	3.2	14.3	—	8.9	9.4	6.4	5.7	2.7	—	—	13.4	0.5	3.6	—	7.2

Jaar	Houtwaren Industrie		Kleding en Schoeisel		Machinefabr. en Constr. werkplaatsen		Scheepswerven		Glas, Kalk en Zandfabr.		Aannemings-bedrijven		Voedings- en Genotmiddel-industrie		Geheele Industrie	
	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.	Ge-reorg.	Niet ge-reorg.
1924	—	—	18.7	10.0	5.9	3.4	6.5	5.7	27.7	18.6	22.1	25.2	28.7	8.3	14.0	9.5
1925	—	—	18.4	10.0	6.1	3.7	10.8	9.9	28.0	14.9	19.5	20.2	26.8	9.8	13.4	9.7
1926	—	—	16.9	10.0	5.9	3.8	10.3	8.5	23.8	12.9	19.9	19.9	25.9	10.6	12.6	10.4
1927	—	—	39.0	8.8	5.2	4.2	8.4	6.1	18.7	8.6	23.1	—	28.8	10.2	13.7	9.1
1928	—	—	34.9	2.2	4.8	2.6	8.1	4.5	11.4	7.9	18.6	—	29.4	9.0	12.4	7.4
1929	—	—	34.4	—	4.6	8.0	6.6	31.2	6.1	7.9	11.7	—	28.2	8.5	11.4	11.1
1930	24.5	—	37.7	—	4.1	14.1	7.3	37.9	11.9	7.9	7.0	—	31.4	8.4	12.1	12.3
1931	22.9	—	38.0	—	4.6	15.6	14.2	33.9	12.6	6.2	6.7	—	32.4	7.6	12.6	11.9
1932	21.8	—	34.2	—	4.8	16.1	16.7	29.2	12.6	4.0	7.1	—	32.1	7.7	13.6	11.6
1933	28.9	—	31.0	—	8.0	16.7	10.9	22.2	13.2	4.0	6.6	—	31.3	9.6	13.1	11.8
1934	28.4	—	29.8	—	12.9	16.4	6.8	22.1	12.9	4.4	6.6	—	32.5	9.2	14.4	10.9
1935	42.8	—	28.4	—	13.9	14.1	7.0	32.1	11.0	4.4	6.9	—	30.6	8.7	15.9	11.1
1936	41.0	—	30.8	—	12.7	13.0	5.1	36.1	16.1	4.3	7.0	—	32.8	8.4	18.2	11.9
1937	39.8	—	29.2	—	13.4	12.3	3.0	13.6	12.0	4.5	5.7	—	33.8	7.4	17.7	9.3
1938	40.6	—	23.9	—	12.8	25.3	2.0	5.7	11.0	3.2	5.3	2.6	31.4	7.0	16.1	7.0
1939	39.1	—	20.1	—	12.3	25.4	1.4	3.8	17.1	3.0	4.7	2.6	30.0	6.3	16.1	5.9
1940	38.4	—	33.1	—	11.5	31.7	1.5	3.0	14.1	—	5.3	4.6	30.1	5.8	15.9	5.4
1941	37.2	—	42.1	—	8.6	21.2	0.9	3.9	—	—	5.5	3.2	25.2	3.2	11.4	4.8
1942	14.5	—	50.2	9.5	6.5	6.2	0.7	3.1	1.1	—	—	5.2	26.9	2.5	8.9	4.1



BIJLAGE VI. BEHOORENDE BIJ HOOFDSTUK V § 8.

Wij laten hieronder de absolute cijfers van bruto-winsten, afschrijvingen en netto-winsten volgen van een aantal gereorganiseerde en niet-gereorganiseerde ondernemingen, per bedrijfstak gerangschikt. De jaren, waarin reorganisatie plaats vond zijn door een R aangegeven.

1. CHEMISCHE INDUSTRIE

*gereorganiseerde ondernemingen*

D E L F T			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	300.569.—	64.025.—	—364.594.—
1925	359.727.—	60.297.—	—420.024.—
1926	65.159.—	55.201.—	—120.360.—
1927	64.054.—	640.54.—	—
1928	86.346.—	86.346.—	—
1929	453.357.—	185.078.—	268.279.—
1930	168.163.—	138.327.—	29.836.—
1931	43.280.—	43.280.—	—
1932	199.919.—	14.558.—	—214.477.—
1933	60.404.—	23.719.—	— 84.123.—
1934	42.107.—	4.736.—	— 46.843.—
1935	14.981.—	14.981.—	—
1936	38.748.—	38.748.—	—
R 1937	146.696.—	112.060.—	34.636.—
1938	128.429.—	93.487.—	34.942.—
1939	181.686.—	91.346.—	90.340.—
1940	172.118.—	84.334.—	87.784.—
1941	154.289.—	85.178.—	69.111.—
1942	101.764.—	28.808.—	—130.572.—

*niet-gereorganiseerde ondernemingen*

W. A. H O E K			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	428.195.—	232.953.—	195.342.—
1925	481.893.—	258.246.—	223.647.—
1926	491.402.—	266.381.—	225.021.—
1927	624.750.—	307.944.—	316.806.—
1928	790.817.—	421.880.—	368.937.—
1929	846.914.—	424.251.—	422.663.—
1930	853.957.—	420.324.—	433.633.—
1931	499.341.—	261.843.—	237.498.—
1932	383.209.—	196.047.—	187.162.—
1933	335.975.—	154.754.—	181.221.—
1934	326.913.—	155.511.—	171.402.—
1935	337.230.—	149.964.—	187.266.—
1936	455.918.—	125.496.—	330.422.—
1937	696.035.—	188.842.—	507.193.—
1938	755.783.—	228.398.—	527.385.—
1939	732.436.—	195.046.—	537.390.—
1940	453.724.—	40.664.—	413.060.—
1941	592.474.—	76.572.—	515.902.—
1942	499.289.—	53.595.—	445.694.—

R O M M E N H Ö L L E R			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	929.898.—	228.069.—	701.829.—
1925	1.245.648.—	169.529.—	1.076.119.—
1926	1.174.891.—	361.152.—	813.739.—
1927	917.636.—	210.516.—	707.120.—
1928	1.048.288.—	233.089.—	815.199.—
1929	1.083.515.—	311.802.—	771.713.—
1930	761.009.—	352.947.—	408.062.—
1931	525.169.—	244.015.—	281.154.—
1932	442.817.—	227.955.—	214.862.—
1933	503.999.—	175.267.—	328.732.—
1934	454.411.—	148.772.—	305.639.—
1935	644.709.—	188.037.—	456.672.—
1936	477.675.—	96.762.—	380.913.—
1937	479.364.—	125.574.—	353.790.—
1938	350.636.—	58.738.—	291.898.—
1939	494.482.—	110.622.—	383.860.—
1940	442.688.—	116.265.—	326.423.—
1941	539.163.—	193.024.—	346.139.—
1942	655.886.—	192.773.—	463.113.—



## 4. VOEDINGS- EN GENOTMIDDELEN

## gereorganiseerde ondernemingen

K W A T T A <sup>1)</sup>				Z.-H. BIERBROUWERIJ			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst	Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	1.117.452.—	1.039.283.—	78.169.—	1924	591.704.—	434.672.—	157.032.—
1925	250.299.—	317.437.—	— 67.138.—	1925	495.728.—	339.605.—	156.123.—
1926	420.908.—	325.613.—	95.295.—	1926	757.677.—	600.645.—	157.032.—
1927	342.539.—	317.206.—	25.333.—	1927	842.287.—	685.255.—	157.032.—
1928	505.839.—	481.796.—	24.043.—	1928	924.312.—	673.367.—	250.945.—
1929	1.262.358.—	460.488.—	801.870.—	1929	1.065.653.—	827.612.—	238.041.—
1930	1.071.485.—	338.147.—	733.338.—	1930	997.593.—	761.894.—	235.699.—
1931	671.545.—	354.125.—	317.420.—	1931	885.923.—	728.891.—	157.032.—
1932	502.995.—	235.432.—	267.563.—	1932	325.151.—	484.770.—	—159.619.—
1933	405.341.—	183.145.—	222.196.—	1933	251.657.—	565.797.—	—314.140.—
1934	136.155.—	113.189.—	22.966.—	1934	336.215.—	509.828.—	—173.613.—
1935	637.554.—	—	637.554.—	1935	330.426.—	466.466.—	—136.040.—
1936	641.955.—	439.038.—	202.917.—	1936	246.072.—	403.336.—	—157.264.—
1937	63.235.—	92.287.—	— 29.052.—	R 1937	293.959.—	293.959.—	—
R 1938	—108.037.—	107.914.—	—215.951.—	1938	325.166.—	324.577.—	589.—
1939	515.404.—	81.000.—	434.404.—	1939	301.776.—	301.044.—	732.—
1940	1.207.625.—	164.677.—	1.042.948.—	1940	361.359.—	360.317.—	1.042.—
1941	750.705.—	84.830.—	665.875.—	1941	962.258.—	479.021.—	483.237.—
1942	280.463.—	84.000.—	196.463.—	1942	1.194.062.—	999.062.—	195.000.—

<sup>1)</sup> De reorganisatie bij Kwatta vloeide voort uit de afschrijving op haar Deutsche belangen.

## niet-gereorganiseerde ondernemingen

NED. GIST- EN SPIRITUSFABRIEK				MEELFABRIEKEN v/d NED. BAKKERIJ				DE DRIE HOEFIJZERS			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst	Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst	Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	4.618.651.—	781.151.—	3.837.500.—	1924				1924	1.021.606.—	465.078.—	556.528.—
1925	4.339.016.—	952.045.—	3.386.971.—	1925				1925	1.075.791.—	477.408.—	598.383.—
1926	4.676.281.—	1.065.418.—	3.610.863.—	1926				1926	1.103.387.—	478.068.—	625.319.—
1927	4.598.892.—	1.171.395.—	3.427.497.—	1927				1927	niet gepubliceerd		
1928	4.097.544.—	1.195.146.—	2.902.398.—	1928				1928	idem		
1929	4.708.214.—	1.190.313.—	3.517.901.—	1929	831.501.—	238.573.—	592.928.—	1929	1.316.180.—	598.997.—	717.183.—
1930	4.741.651.—	1.190.670.—	3.550.981.—	1930	766.060.—	256.062.—	509.998.—	1930	835.068.—	—	835.068.—
1931	2.755.813.—	1.163.054.—	2.592.759.—	1931	715.734.—	263.218.—	452.516.—	1931	1.302.902.—	638.031.—	665.871.—
1932	3.179.650.—	1.102.149.—	2.077.501.—	1932	744.971.—	293.513.—	451.458.—	1932	1.031.708.—	461.092.—	570.616.—
1933	2.956.377.—	893.171.—	2.063.206.—	1933	966.629.—	352.281.—	614.348.—	1933	869.842.—	423.572.—	446.270.—
1934	2.944.738.—	761.543.—	2.183.195.—	1934	888.233.—	339.580.—	548.653.—	1934	736.419.—	285.970.—	450.449.—
1935	2.655.278.—	566.390.—	2.088.888.—	1935	1.079.618.—	418.844.—	660.774.—	1935	664.303.—	373.356.—	290.947.—
1936	2.344.030.—	252.813.—	2.091.217.—	1936	1.088.085.—	440.688.—	647.397.—	1936	611.214.—	378.911.—	232.303.—
1937	2.606.883.—	490.178.—	2.116.705.—	1937	1.304.699.—	550.354.—	754.345.—	1937	303.265.—	—	303.265.—
1938	2.595.711.—	498.062.—	2.097.649.—	1938	1.416.357.—	618.146.—	798.211.—	1938	218.480.—	—	218.480.—
1939	2.631.547.—	369.664.—	2.261.883.—	1939	1.526.157.—	693.453.—	832.704.—	1939	617.355.—	371.715.—	245.640.—
1940	2.536.346.—	222.222.—	2.314.124.—	1940	1.525.028.—	324.116.—	1.300.912.—	1940	849.062.—	271.257.—	577.805.—
1941	1.823.938.—	157.994.—	1.665.944.—	1941	1.445.942.—	268.691.—	1.177.251.—	1941	986.072.—	263.703.—	722.369.—
1942	2.035.942.—	78.237.—	1.957.705.—	1942	1.125.506.—	252.006.—	873.500.—	1942	620.845.—	247.630.—	373.215.—



## gereorganiseerde ondernemingen

WERK S P O O R			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	1.349.709.—	641.165.—	708.544.—
1925	1.305.017.—	593.318.—	711.699.—
1926	786.934.—	524.604.—	262.330.—
1927	1.100.446.—	526.539.—	573.907.—
1928	1.313.818.—	532.190.—	781.628.—
1929	1.498.425.—	641.076.—	857.349.—
1930	1.373.457.—	593.484.—	779.973.—
1931	310.105.—	310.105.—	—
1932	342.903.—	342.903.—	—
1933	2.161.808.—	335.542.—	2.497.350.—
1934	852.498.—	454.401.—	1.306.899.—
1935	139.233.—	661.073.—	521.840.—
1936	372.994.—	602.418.—	229.424.—
1937	1.073.904.—	572.497.—	501.407.—
1938	2.849.083.—	982.947.—	1.866.136.—
1939	3.087.682.—	1.143.850.—	1.943.832.—
1940	2.207.427.—	748.958.—	1.458.469.—
1941	1.576.314.—	965.477.—	610.837.—
1942	1.590.619.—	715.949.—	874.670.—

R

A L L A N & C o.			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	98.002.—	—	98.002.—
1925	21.778.—	5.106.—	26.884.—
1926	17.097.—	—	17.097.—
1927	5.950.—	5.103.—	847.—
1928	119.842.—	88.322.—	31.520.—
1929	121.476.—	99.315.—	22.161.—
1930	122.091.—	105.454.—	16.637.—
1931	192.621.—	92.377.—	100.244.—
1932	61.210.—	214.60.—	82.670.—
1933	39.892.—	75.035.—	114.927.—
1934	56.278.—	41.153.—	97.431.—
1935	160.160.—	23.990.—	184.150.—
1936	304.622.—	22.793.—	327.415.—
1937	131.618.—	26.910.—	104.708.—
1938	155.033.—	42.481.—	112.552.—
1939	107.459.—	63.362.—	44.097.—
1940	101.283.—	67.519.—	33.764.—
1941	122.631.—	57.935.—	64.696.—
1942	76.369.—	47.022.—	29.347.—

## niet-gereorganiseerde ondernemingen

KON. NED. GROFSMEDERIJ			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	172.492.—	27.077.—	145.415.—
1925	185.801.—	39.028.—	146.773.—
1926	150.968.—	39.560.—	111.408.—
1927	159.652.—	33.171.—	126.481.—
1928	130.627.—	25.109.—	105.518.—
1929	124.965.—	44.118.—	80.847.—
1930	90.876.—	56.391.—	34.485.—
1931	91.877.—	56.253.—	148.130.—
1932	49.943.—	57.079.—	107.022.—
1933	6.340.—	19.741.—	26.081.—
1934	70.200.—	19.616.—	89.816.—
1935	43.544.—	19.635.—	63.179.—
1936	28.368.—	29.599.—	1.231.—
1937	87.971.—	78.886.—	9.085.—
1938	150.487.—	114.147.—	36.340.—
1939	186.866.—	122.357.—	64.509.—
1940	199.095.—	115.180.—	83.915.—
1941	246.189.—	122.086.—	124.103.—
1942	245.386.—	127.799.—	117.587.—

S I M P L E X			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	—	—	—
1925	—	—	—
1926	—	—	—
1927	—	—	—
1928	—	—	—
1929	233.591.—	88.684.—	144.907.—
1930	248.450.—	49.534.—	198.916.—
1931	200.667.—	40.203.—	160.464.—
1932	83.653.—	37.274.—	46.379.—
1933	103.822.—	79.873.—	23.949.—
1934	73.574.—	66.497.—	7.077.—
1935	72.039.—	43.505.—	28.534.—
1936	62.526.—	41.977.—	20.549.—
1937	109.093.—	33.663.—	75.430.—
1938	86.825.—	29.293.—	57.532.—
1939	108.558.—	34.245.—	74.313.—
1940	340.230.—	48.884.—	291.346.—
1941	260.162.—	46.766.—	213.396.—
1942	159.921.—	46.404.—	113.517.—

## 3. GLAS, KALK, ZAND ENZ.

## gereorganiseerde ondernemingen

UTRECHTSCH E ASPHALTFABRIEK			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	229.004.—	201.361.—	27.643.—
1925	268.759.—	182.920.—	85.839.—
1926	492.800.—	252.034.—	240.766.—
1927	452.496.—	200.711.—	251.785.—
1928	320.199.—	320.199.—	—
1929	74.815.—	123.367.—	48.552.—
1930	92.683.—	110.567.—	17.884.—
1931	151.539.—	151.539.—	—
1932	235.572.—	453.414.—	688.986.—
1933	182.588.—	133.328.—	315.916.—
1934	211.030.—	1.215.274.—	1.426.304.—
1935	74.068.—	26.528.—	47.540.—
1936	154.184.—	84.541.—	69.643.—
1937	143.886.—	50.115.—	93.771.—
1938	90.801.—	26.856.—	63.945.—
1939	161.882.—	30.944.—	130.938.—
1940	461.382.—	28.988.—	432.394.—
1941	634.290.—	58.895.—	575.395.—
1942	54.220.—	64.993.—	10.773.—

R

## niet-gereorganiseerde ondernemingen

VEREENIGDE GLASFABRIEKEN			
Jaar	Bruto winst	Afschrijving	Netto winst
1924	32.272.—	10.195.—	22.077.—
1925	112.598.—	38.382.—	74.216.—
1926	198.780.—	62.406.—	136.374.—
1927	231.375.—	650.000.—	166.375.—
1928	296.094.—	85.000.—	211.094.—
1929	274.824.—	70.250.—	204.574.—
1930	86.316.—	14.000.—	72.316.—
1931	26.810.—	25.000.—	1.810.—
1932	518.—	29.000.—	28.482.—
1933	23.373.—	30.000.—	6.627.—
1934	72.750.—	50.000.—	22.750.—
1935	82.835.—	50.000.—	32.835.—
1936	78.723.—	70.000.—	8.723.—
1937	81.528.—	50.000.—	31.528.—
1938	90.203.—	50.000.—	40.203.—
1939	205.948.—	60.000.—	145.948.—
1940	217.432.—	45.000.—	172.432.—
1941	232.058.—	45.000.—	187.058.—
1942	165.635.—	45.000.—	120.635.—







# STELLINGEN

## 1.

Eucken's criterium voor de onderscheiding der verschillende marktvormen in de zg. „Verkehrswirtschaft” — „die verschiedenheit der Plandaten” — is, hoewel waardevol, niet voldoende.

Met name het verwaarloozen van het criterium van de homogeniteit der waren is oorzaak, dat zijn systeem der marktvormen niet volledig is en dat in het bijzonder de vorm der monopolistische concurrentie daarin niet tot haar recht komt. (Eucken: „Grundlagen der Nationalökonomie” 2e dr. Jena 1941, blz. 114 en 123 en de tabel op blz. 135).

## 2.

De vergelijking van grenskosten en grensopbrengsten kan slechts onder bepaalde voorwaarden zoowel bij concurrentie als monopolie dienen als methode ter bepaling van het winst-maximum.

## 3.

De door Haberler en Whale gegeven formuleeringen van de koopkracht-pariteiten-theorie beteekenen, vergeleken met de oorspronkelijke formuleering van Cassel, geen verbetering van die theorie als middel tot verklaring van de wisselkoersen (Gottfried Haberler: *Der Internationale Handel*, Berlin '33 blz. 28, Barrett Whale: *International Trade*, London 1934, blz. 53 e.v.).

## 4.

De openmarkt-politiek als middel tot beïnvloeding van de hoeveelheid geld in circulatie, berust niet alleen op de mate, waarin de circulatie-bank invloed kan uitoefenen op den kasmiddelen-voorraad der particuliere banken en de verhouding, die deze banken moeten of wenschen te bewaren tusschen hun kasmiddelen en hun opeischbare verplichtingen, maar bovendien op de veronderstelling, dat de particuliere banken in het algemeen geen beroep zullen doen op de circulatiebank als uiteindelijke credietgeefster.

## 5.

De in de bedrijfseconomische en comptabele literatuur voornamelijk



beschreven afschrijvingsmethoden, nl. het stelsel van afschrijving van een vast percentage van de aanschaffingswaarde, dat van afschrijving van een vast percentage van de boekwaarde en dat van afschrijving volgens het annuïteitenstelsel, geven slechts in uitzonderingsgevallen een juiste benadering van de waarde der verbruikte werkeenheden.

6.

Onder economische vervanging kan niet anders worden verstaan dan vervanging door objecten, die voor het doel van de bedrijfshuishouding, d.i. de vorming van inkomen, dezelfde betekenis hebben als de buiten gebruik gestelde.

7.

Daar de optimale quantitatieve verhouding tusschen kort en lang crediet (kapitaal-optimum) afhankelijk is van veranderlijke grootheden als rente voor kort crediet, rente voor lang crediet en de credit-rente, vormt zij zelf ook een veranderlijke grootheid.

Het is in het algemeen niet mogelijk, de financieele structuur steeds aan de veranderingen in dit kapitaal-optimum aan te passen. Om deze reden heeft de bepaling van het kapitaal-optimum dan ook practisch weinig betekenis.

8.

Afgezien van de ernstige bezwaren, die in verband met het karakter der in de maatschappelijke voortbrenging optredende specialisatie bestaan tegen een verticale ordening van het bedrijfsleven, zal deze in den distributieven groothandel en in den kleinhandel op zoodanige bezwaren stuiten, dat hier het beginsel der verticale ordening voor de meeste branches zal moeten worden prijs gegeven. De motieven door J. F. de Jongh: *De Organen der Sociaal Economische Ordening Amsterdam 1946* blz. 110 e.v. ten gunste van opname van den detailhandel in de verticale organisatie zijn onvoldoende.

9.

De uitschakeling van het prijsrisico op den voorraad door middel van de termijnmarkt berust mede op de voorwaarde, dat het verschil tusschen locoteeringen en termijn-noteeringen bepaald wordt door de opslagkosten.

10.

De gedachte ontwikkeld door Kisch, dat de voorstelling van de prioriteit van de gemeenschap tegenover haar leden leidt tot het beschouwen van de individuen als deelen van een enkele gemeenschap en dat het geven van realiteit aan die gemeenschap leidt tot vereenzelviging van de gemeenschap met den Staat, is onvoldoende gemotiveerd.

(Mr. I. Kisch. Universalisme, oud en nieuw. Inaug. rede Amsterdam 1945).



II.

Messner's sociaal-ethische rechtvaardiging van de intrest is onbevredigend omdat zij op verouderde inzichten in het wezen van dit verschijnsel steunt; zijn afleiding van de individueel-ethische rechtvaardiging van de intrest uit het eigendomsrecht is een *petitio principii* (J. Messner: *Die soziale Frage*. Innsbrück/Wien 1938 blz. 110/111 en 568/569).

12.

De opvatting van den Hoogen Raad, dat een individueele aandeelhouder de N.V. kan noodzaken haar boekhouding over te leggen, zoo hij bij die overlegging (communication) rechtstreeks belang heeft, hoewel verdedigbaar omdat art. 11 K dat recht toekent aan vennoten en de aandeelhouder in art. 36 K eveneens als vennoot wordt aangeduid, is met de feitelijke verhouding zooals die veelal tusschen aandeelhouders en hun N.V. zal bestaan, in strijd en strookt evenmin met het in art. 53 K geregelde enquêterecht (arr. Hooge Raad 9 Oct. 1942).

13.

Een ordening van het perswezen, waarbij aan de overheid de mogelijkheid wordt gelaten de oprichting of wederoprichting van bepaalde bladen te verbieden op grond van het feit, dat daaraan geen behoefte zou bestaan, is niet in strijd met de in art. 7 van de Grondwet geregelde drukpersvrijheid.

14.

Het bijhouden door den externen accountant van nieuw-afgesloten en vervallen posten geeft geen zekerheid t.a.v. de juistheid van het verantwoorde premie-inkomen in de administratie eener Levensverzekeringmaatschappij. De accountant kan hier slechts steunen op maatregelen van interne contrôle en op cijferbeoordeeling.

---



## ERRATA

- Blz. 19, noot 1: actieve marktverhoudingen, lees: credietmarktverhoudingen.
- Blz. 48: de beide onderste grafische voorstellingen moeten omgewisseld worden.
- Blz. 92: verklaring der gebruikte afkortingen in de tabel op deze bladzijde: V.K.(K.): Vreemdvermogenopkorten termijn; Vl.A: Vlottende activa; B. + E. Betalingsmiddelen en Effecten.
- Blz. 92, noot: 1929, 1939, lees: 1929-1939.
- Bijlage 3, blz. 9: opschrift, lees: glas, kalk, steen enz.
- Bijlage 4, No. 3: opschrift, lees: glas, kalk, steen enz.
- Bijlage 5: opschrift 2e tabel, kolom 6, lees: glas-, kalk- en steenfabrieken.
- Bijlage 6, No. 3. opschrift, lees: glas, kalk, steen enz.
-













17 000 01146597 9

BLUKMAN & DEUKES  
AMSTERDAM SARTORIUS